# Der Ertrag der Aktie als Bewertungsgrundlage

---

## Inaugural-Dissertation

**zur Erlangung der Doktorwürde**

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann Wolfgang Goethe-Universität zu Frankfurt a. M.

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann
**Alfons Paulmichl**

---

Druck der Limburger Vereinsdruckerei G. m. b. H.
Limburg an der Lahn
1938

# Der Ertrag der Aktie als Bewertungsgrundlage

---

**Inaugural-Dissertation**

**zur Erlangung der Doktorwürde**

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Johann Wolfgang Goethe-Universität zu Frankfurt a. M.

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann

**Alfons Paulmichl**

---

Druck der Limburger Vereinsdruckerei G. m. b. H.
Limburg an der Lahn
1938

Referent: Prof. Dr. Schmidt
Korreferent: Prof. Dr. Hellauer

Tag der mündlichen Prüfung: 21. Februar 1936

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen Großeltern

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546424_0036

# Inhaltsverzeichnis


Seite

Vorwort . . . . . 1

Einleitung . . . . . 2

Hauptteil:

**I. Die Bewertungsgrundlage der Aktien in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur** . . . . . 5

1. Die Ausgangspunkte für die Feststellung der Bewertungsgrundlage der Aktie nach der Wert- und Preislehre . . 5

2. Abwägung der Bedeutung der Faktoren der Kursbildung als Bestimmungsmomente der Bewertungsgrundlage der Aktie . . . . . 9

a) Persönliche, wirtschaftliche, börsentechnische und sonstige Faktoren der Kursbildung am Aktienmarkt . 9

b) Ertragsmäßige und kreditäre Grundfaktoren der Kursbildung am Aktienmarkt . . . . . 16

**II. Der Ertrag der Aktie als primärer Bewertungsfaktor** . . 20

1. Die Ansatzpunkte zur Betrachtung der Ertragswertschätzung als Sammelpunkt der verschiedenen kursbildenden Faktoren . . . . . 20

2. Die unmittelbare Wirksamkeit des Ertragsprinzips durch die dauernden und gelegentlichen Ertragsfaktoren der Aktie . . . . . 25

a) Die dauernden Ertragsfaktoren und die Rentabilität der Aktie . . . . . 25

b) Die einmaligen und gelegentlichen Erträge der Aktien 35

aa) Der Liquidationsertrag der Aktie . . . . . 35

bb) Der Ertrag aus der Realisation erfolgter Kursveränderungen (Kursgewinn) . . . . . 37

**III. Die Eingliederung der die Ertragswertschätzung mittelbar beeinflussenden Faktoren** . . . . . 42

1. Der Zusammenhang der kreditären mit den ertragsmäßigen Faktoren der Kursbildung . . . . . 42

2. Der Einfluß der allgemeinen Wirtschaftslage . . . . 51

3. Die Divergenzen zwischen Börsenkurs und Ertragswertgedanke und der Zusammenhang der persönlichen, börsentechnischen und der sonstigen Kursbildungsfaktoren mit der Ertragsschätzung . . . . . 54

Seite

a) Die Divergenzen aus der individuellen Verschiedenheit der Nutzenschätzungen und die börsentechnischen Bedingtheiten . . . . . 55

b) Divergenzen durch die Wirkung persönlicher Faktoren der Kursbildung und ihr Zusammenhang mit der Wirksamkeit des Ertragsprinzips . . . . . 66

c) Der Zusammenhang der politischen und der psychologischen Faktoren der Kursbildung mit dem Ertragsprinzip . . . . . 70

a) Die politischen Faktoren der Kursbildung . . . 71

aa) Die innerpolitischen Faktoren . . . . 71

bb) Die außerpolitischen Faktoren . . . . 71

b) Die psychologischen Faktoren . . . . . 72

Schlußwort . . . . . 74

Literaturverzeichnis . . . . . 76

# Vorwort

In der reichhaltigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur über die Kursbildung am Effekten- und insbesondere am Aktienmarkt sind die Bestimmungsgründe der Aktienkursbildung von den verschiedensten Standpunkten aus beleuchtet worden. Dabei wird auf Grund von deduktiver und induktiver Forschung, auf Grund von Erklärungen der Preisbildung am Aktienmarkt nach verschiedenen Wert- und Preistheorien und auch auf Grund eingehender Untersuchungen tatsächlicher Kursentwicklung allseitig anerkannt, daß die Preisbildung der Aktie, d. h. eines Teilhaberpapieres, das seinem Besitzer als hauptsächlichstes Recht die Teilnahme am Ertrag der Unternehmung gewährt, letzten Endes und hauptsächlich von diesem Ertrage bestimmt wird. Als Hauptfaktor der Kursbildung am Aktienmarkt gilt somit allgemein der Ertrag der Aktie. Neben der Wirksamkeit des Ertragsprinzips gelten aber auch noch viele andere Faktoren, wie etwa die persönlichen, börsentechnischen, politischen, psychologischen, sowie der Einfluß der allgemeinen Wirtschafts- und Kreditlage als Bestimmungsgründe der Aktienkursbildung. Dabei wird vielfach auch die Auffassung vertreten, daß diese Faktoren oder mindestens einige von ihnen, die Kursbildung auch s e l b s t ä n d i g, d. h. nicht auf dem Wege einer Modifizierung der Ertragswertschätzung der Aktie, beeinflussen.

Die in der Kursbildung zu beobachtenden Divergenzen zwischen der tatsächlich erfolgten und derjenigen Kursgestaltung, die nach der Ertragswertschätzung hätte eintreten müssen, waren ein Hauptgrund hierfür.

Die vorliegende Arbeit macht es sich nun zur Aufgabe zu untersuchen, ob die mit dem Bestehen dieser Divergenzen in der Kursentwicklung der Nachkriegszeit anscheinend erwiesene s e l b s t ä n d i g e Kursbeeinflussung durch nicht ertragsmäßig wirkende Faktoren sich auch so erklären läßt, daß die Wirksamkeit auch dieser Faktoren keine selbständige ist, sondern in engem Zusammenhange mit der Wirksamkeit des Ertragsprinzips steht und glaubt dies bejahen zu müssen.


1

# Einleitung

Über das Zustandekommen der Kursbildung der Aktien besteht eine umfangreiche Literatur, in der die Preisbildung dieser einen verbrieften Unternehmungsanteil darstellenden Wertpapiere nach vielerlei Richtungen hin beleuchtet worden ist. Alle diese Untersuchungen fußen gewissermaßen auf einer Grundauffassung, die sich am kürzesten vielleicht mit folgenden Worten Prions ausdrücken läßt, mit denen er in einer Untersuchung des Börsenwesens die Aufgabe jeder praktischen Preisuntersuchung umrissen hat: „Das Zustandekommen der im freien Markt gebildeten Preise vollzieht sich unter der Beteiligung ebenso zahlreicher wie verschiedenartig gestalteter Kräfte. Sie mit ihren feinen Verästelungen zu erfassen, ihr jeweiliges Verhalten und die von ihnen ausgehenden Wirkungen klarzulegen ist eine Hauptaufgabe jeder praktischen Preisuntersuchung[1]." Im Sinne dieser These nahm dann auch in einschlägigen Untersuchungen über Kursbildung und Entwicklung der Aktien die Mannigfaltigkeit der preisgestaltenden Kräfte einen großen Raum ein. Das war umsomehr der Fall, als die äußerst bewegte Wirtschaftsentwicklung in Deutschland der Nachkriegszeit, das unter der Auswirkung eines, seine Wirtschaft aufs äußerste behindernden untragbaren Friedensdiktates und einer fehlerhaften allgemeinen Wirtschaftspolitik unfähiger Regierungen zu leiden hatte, ein oft ebenso sprunghaftes und widerspruchsvolles Auf und Ab der Aktienkurse mit sich brachte. Die Wiederaufbauschwierigkeiten, die Inflation und ihre Folgen sowie politische Wirren beeinflußten die Entwicklung der Wirtschaft oft in einem Maße, daß die in normalen Zeiten geltenden Beurteilungsmaßstäbe für Wert und Preis zeitweise völlig außer Kraft gesetzt waren, oder doch nur mit Einschränkungen angewandt werden konnten, die sich aus den jeweils gerade herrschenden oder zu erwartenden anormalen Verhältnissen ergaben. In den Untersuchungen über Aktienkursbildung und -entwicklung traten

[1] Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., München und Leipzig 1929, S. 1.

deshalb Faktoren, die später noch näher darzustellen sind, in den Vordergrund, deren Bedeutung als letzte Ursache für die Preisbildung am Aktienmarkt stark überschätzt wurde. Zweifellos ist durch das Eindringen in die subtilsten Einzelzüge und Gruppen preisgestaltender Kräfte die Analyse der Preisbildung für Aktien in wertvoller Weise bereichert worden. Aber dieses Vorgehen war einer Isolierung des wichtigsten Faktors der Preisbildung, dem alle anderen Faktoren untergeordnet werden können, nicht günstig.

Die letzte Ursache der Preisbildung bei einem Wertpapier, das seinem Inhaber aus seinem verbrieften Unternehmungsanteil als wichtigstes Recht die Teilnahme am Ertrage der Unternehmung garantiert, muß nämlich im Ertrage der Aktie gesucht werden.

Nun ist zwar die Bedeutung des Ertrages der Aktie (d. h. des geschätzten Zukunftsertrages) als Hauptfaktor der Kursbildung durchaus allseitig anerkannt. In allen einschlägigen Untersuchungen kommt diese Auffassung — und sei es auch, daß man im zukünftigen Ertrag der Aktie nur e i n e n der Hauptfaktoren der Kursbildung sehen will — zur Geltung.

Diese Auffassung bringt aber die Bedeutung, welche dem Ertrag der Aktie zur Feststellung ihrer Bewertungsgrundlage zukommt, noch nicht scharf genug zum Ausdruck. Deshalb wird in der vorliegenden Arbeit versucht werden darzustellen, daß alle Einflüsse auf die Preisbildung am Aktienmarkt letzten Endes ausschließlich aus dem Ertragsprinzip abzuleiten sind oder zumindest dessen Dominanz erkennen lassen.

Dabei müssen allerdings gleich zu Beginn zwei Vorbehalte gemacht werden. Um die Vorherrschaft des Ertragsgedankens in der Preisbildung des Aktienmarktes vertreten zu können, ist es notwendig, den Ertragsbegriff weit genug zu fassen. Es ist deshalb im folgenden zu unterscheiden nach dem Ertrage, der dem Besitzer der Aktie durch Gewinnausschüttung zufällt und demjenigen, der sich aus den Veränderungen der Kurse als Spekulationsgewinn ergibt. Der zweite Vorbehalt bezieht sich auf die Zeit der Wirksamkeit des zu vertretenden Prinzips. Eine Ableitung der Kursschwankungen aus sich verändernden Erträgen kann nur für die Dauer einer längeren Zeitperiode angenommen werden. Das Fluktuieren der Kurse innerhalb kürzerer Perioden, z. B. an einem Börsentage oder in einer Woche, ergibt sich häufig aus „Stimmungen", denen bekanntlich die Börse immer unterworfen ist, und die nicht immer aus Er-

wägungen, die mit dem Ertragsgedanken zusammenhängen, zu erklären sind. Auf lange Sicht gesehen — und das ist für die vorliegende Untersuchung wesentlich — wird sich aber immer wieder das Ertragsprinzip durchsetzen müssen.

Die Schwierigkeiten, mit welcher die Arbeit zu kämpfen hat, liegen darin begründet, daß die Ertragsschätzungen der am Aktienmarkt beteiligten Käufer und Verkäufer aus rein subjektiven Erwägungen entspringen. Daraus ergibt sich wiederum die Unmöglichkeit der exakten Messung und Berechnung. Wohl ist die Preisbildung letzten Endes das Ergebnis von Angebot und Nachfrage, aber die Erwägungen, welche hinter diesen Marktfaktoren stehen, sind als subjektive Momente einer Erfassung nur sehr schwer zugänglich. Das bedeutet für die folgende Untersuchung aber, daß sie sich in der Hauptsache deduktiver Schlüsse bedienen muß, ein Zurückgreifen auf zahlenmäßige Unterlagen wird nur in den seltensten Fällen möglich sein.

# I.

# Die Bewertungsgrundlagen der Aktien in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur

## 1. Die Ausgangspunkte für die Feststellung der Bewertungsgrundlage der Aktie nach der Wert- und Preislehre.

Die Entwicklung der Wert- und Preistheorie hat von dem Ausgangspunkt der von den Klassikern formulierten Kostenpreistheorien und der Wirkung des Gesetzes von Angebot und Nachfrage zu immer verfeinerteren Feststellungsmethoden der Preisbestimmungsgründe geführt. Bei den Klassikern lag infolge Vorherrschens der Annahme, daß die Preise vor allem der beliebig vermehrbaren Güter die Tendenz haben, immer wieder zu dem „natürlichen Preis", dem Kostenpreis, zurückzukehren, eine hauptsächlich objektive Auffassung der Preisbildung vor. Die Einbeziehung von Angebot und Nachfrage variiert diese Auffassung aber schon in etwa dahin, daß auch in der klassischen Wert- und Preistheorie die Wertung subjektiver Einflüsse nicht ganz fehlt. So hat schon von Zwiedineck mit Recht darauf hingewiesen, daß es sich bei allen bedeutenden Lehrmeinungen und Theorien um solche handelt, die sowohl objektive als auch subjektive Einflüsse mehr oder weniger berücksichtigen[1]. Daß dies auch für die klassische Wert- und Preistheorie zutrifft, zeigt sich allerdings deutlicher erst in der aus ihr hervorgegangenen Verfeinerung. Eine solche stellt zum Beispiel die Erklärung der Preisbildung aus dem Zusammenwirken aller Faktoren auf der Seite des Angebots und auf der Seite der Nachfrage die sogenannte realistische Preislehre dar.[2].

In der Berücksichtigung der sich aus den Faktoren des Angebots und der Nachfrage ergebenden möglichen Einflüsse aus

[1] Vgl. von Zwiedineck, Über den Subjektivismus in der Preislehre. Archiv für Sozialwissenschaft 1914, S. 4 ff.

[2] Vgl. Diehl, Art. Preis und Preisbildung in W. d. V. Jena 1932, S. 1152 ff.

verschiedenartiger Größe und insbesondere verschiedenartiger Intensität von Angebot und Nachfrage liegt schon eine gewisse Würdigung subjektiver Preisbestimmungsgründe.

Stärker ausgebaut sind diese allerdings in der sogenannten Nutzenpreistheorie, nach der sich Wert und Preis erst aus der Bedeutung ergeben, die einem Gute auf Grund seiner Eigenschaften als Mittel der Bedürfnisbefriedigung zukommt. „Die den Befriedigungen beigelegte Bedeutung wird", nach Zuckerkandl, „vom einzelnen auf die Mittel der Befriedigung, soweit sie wirtschaftliche Güter sind, übertragen, und er gelangt bei den Vergleichungen von Befriedigungen zu Gegenüberstellungen von Gütern in bestimmten Mengen, zu festen Ergebnissen, die die Grenzen der Austauschverhältnisse der Güter individuell normieren[3]" und „damit", wie Wieser ausgeführt hat, daß „die Grenze bestimmt wird, bis zu welcher die Bedürfnisbefriedigung getrieben werden darf, ist die wirtschaftliche Auslese der Bedürfniswerte auf das genaueste gefunden, alle wirtschaftlich geforderten Werte sind durch diese Grenzbestimmung eingeschlossen, alle unzulässigen sind ausgeschlossen ...[4]". Es ist also nicht erforderlich, „die Größe der Nutzen bei Teilbefriedigungen höheren Ranges, sondern nur die GRENZNUTZEN als Qualitäten oder Intensitäten erfahrungsgemäß festzuhalten ... Nach diesen Grenznutzen bestimmt ein Wirtschaftler nunmehr die Menge der Güter, die er für ein bestimmtes anderes Gut hinzugeben bereit ist. Sie bildet sein Höchstgebot, seine äußerste subjektive Wertschätzung[5]".

Bei der Anwendung dieser Grundsätze in der Formulierung der Preisgesetze nach der Grenznutzenlehre stellt sich deren besondere Geeignetheit für die Behandlung des Börsenkurses schon dadurch heraus, daß darin die Regeln des Einheitskurses überraschend deutlich zum Ausdruck kommen. Es ergibt sich eine charakteristische Übereinstimmung mit den Börsenkursregeln, indem auch nach dem Preisgesetz der Grenznutzentheorie der Preis dort zustande kommt, wo

1. der optimale Umsatz liegt
(Börsenkursregel 1),

[3] Vgl. Zuckerkandl, Art. „Preis", H. d. St. 4. Aufl., Jena 1925, Bd. 6, S. 998.

[4] Wieser, Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl.

[5] Vgl. Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse. Wien 1930, S. 15.

2. alle mehrbietenden Käufer
(Börsenkursregel 2) und

3. alle niedriger limitierenden Verkäufer
(Börsenkursregel 3)

zum Zuge kommen[6].

Abgesehen von diesem hier nur beiläufig gegebenen Beispiel — da es noch nicht Aufgabe dieses Abschnittes ist, auf nähere Einzelheiten einzugehen — liegt nach Meithner der allgemeine Vorzug dieser Grenznutzenlehre vor dem klassischen Wert- und Preisgesetz, dem Produktionskosten-, bzw. seit CAREY dem Reproduktionskostengesetz und dem Gesetz von Angebot und Nachfrage neben der mit ihr gegebenen Möglichkeit einer vertieften Durchforschung der Nachfrageseite vor allem darin, daß sie aus einem Gesichtspunkte heraus — eben dem Grenznutzen — die Wert- und Preisbewegung aller Güter erklärt, gleichgültig, ob es sich um vermehrbare oder nicht vermehrbare, um monopolisierte oder nicht monopolisierte Güter handelt[7].

Demgegenüber gilt die Kostentheorie nur bei freier Konkurrenz für beliebig vermehrbare Güter, weshalb sie schon aus diesem Grunde nicht in der Lage ist, die Preisbildung am Effektenmarkt ausreichend zu erklären[8]. Dieser der Kostentheorie anhaftende Mangel ist übrigens schon von Gärtner erwähnt worden, worauf hier besonders hingewiesen sei, weil dieser dabei schon einen Gesichtspunkt nennt, der im Hinblick auf die in der Einleitung dieser Arbeit vertretene Auffassung recht bemerkenswert erscheint. Gärtner schreibt: „Während beim Handel mit andauernd begehrten, beliebig vermehrbaren umlaufenden Gütern die durchschnittlichen Produktionskosten das Hauptkriterium der Preise bilden, richten sich diese beim Handel in Effekten hauptsächlich nach dem Rentierungswert der letzteren[9]."

---

[6] Vgl. F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig 1921, S. 76.

[7] Vgl. Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse, a. a. O., S. 7.

[8] Vgl. Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse, a. a. O., S. 7.

[9] Friedrich Gärtner, Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen. In Annalen des Deutschen Reichs 1886. München und Leipzig 1886, S. 285.

Letzterer wird aber von den an der Kursbildung interessierten Personen ganz verschieden geschätzt. Mit der Grenznutzentheorie — um damit auf sie zurückzukommen — sind besondere Möglichkeiten für die Bestimmung der Preisbildungsfaktoren dadurch gegeben, daß gerade ihr gegenüber anderen Lehren von der Preisbildung die Heranziehung der subjektiven Momente vornehmlich eigen ist. Damit soll hier aber keineswegs eine absolute Stellungnahme für oder wider die eine oder andere Preislehre in dem Sinne erfolgen, daß eine Verwerfung der einen oder der anderen ausgesprochen wird.

Die Grenznutzenlehre soll hier nur für die Gewinnung von Gesichtspunkten herangezogen werden, die für die der Arbeit zugrunde liegenden in der Einleitung angedeuteten Gedanken erforderlich erscheinen. Auch Prion hat die besondere Eignung der Einbeziehung subjektiver Momente mit folgenden Worten nachdrücklich hervorgehoben:

„Die Wissenschaft hat die alte Preislehre, wonach Angebot und Nachfrage als reine Größenverhältnisse mechanisch den Preis bestimmen, aufgegeben und an ihre Stelle als letzte Kausalglieder denkende und handelnde Menschen gesetzt, die bei den Verhandlungen über den jeweiligen Preis von einer Summe verschiedener Motive bewegt werden. Nicht mehr müßiges Zahlenspiel, sondern die kompliziertesten gesellschaftlichen Verhältnisse und psychischen Zusammenhänge (Schmoller) sind das Letztentscheidende bei der Preisbildung [10]."

Diese Auffassung darf heute wohl als vorherrschend gelten [11]. Der Prionschen Untersuchung über die „Preisbildung an der Wertpapierbörse", für die sie die maßgebende Grundlage bildete, folgen eine ganze Reihe von Arbeiten über gleiche oder ähnlich lautende Themen, in denen die Gruppen von Faktoren der Preisbildung an der Wertpapierbörse, zu denen Prion mit Hilfe dieser Grundauffassung gekommen ist, zum Ausgangspunkt der Untersuchung genommen wurden [12]. Die von Prion

[10] Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. 2. Aufl., München und Leipzig 1929, S. VIII.

[11] In einer Untersuchung über „Die Preisbildung am Aktienmarkt" stellt sie zum Beispiel Kalveram seinen Ausführungen ausdrücklich voran. Vgl. Kalveram, Die Preisbildung am Aktienmarkt, in: Bankwissenschaft, 9. Jahrg., H. 3, Berlin 1932, S. 33.

[12] Im Hinblick auf die hier in erster Linie interessierende Kursbildung der Aktien seien hier nur einige Arbeiten genannt, die sie besonders berücksichtigen: Horwitz, Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung, Berlin 1929; Freude, Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkte, Diss. Frankfurt

aufgezeichneten Faktoren der Effektenpreisbildung wurden dabei mannigfach in der Weise ergänzt, daß Tatsachen, die seiner Zeit vielleicht von geringerer Bedeutung schienen, mehr in den Vordergrund rückten, andererseits Fragegruppen zusammengezogen werden konnten, und wieder andere Einzelfragen in mehrere aufgeteilt und neue in den Kreis der Betrachtung einbezogen[13]" wurden. So hat Kalveram z. B. der Prionschen Grundeinteilung, um das hier vorwegzunehmen, in persönliche, wirtschaftliche und börsentechnische Faktoren, noch konjunkturelle, politische und psychologische Faktoren hinzugefügt[14].

Wie schon in der Einleitung erwähnt, ist die wirtschaftswissenschaftliche Literatur der Analyse der Preisbildung und insbesondere auch die für die Kursbildung der Aktien durch die angeführten Untersuchungen erfreulich bereichert worden.

Auch für die hier beabsichtigten Erörterungen ergeben sich aus den vorhandenen Untersuchungen so zahlreiche Gesichtspunkte, daß es erforderlich erscheint, auf die Ergebnisse der Forschung etwas näher einzugehen. Im Sinne der in der Einleitung angedeuteten Grundauffassung der Aufgabe dieser Arbeit wird dabei das Hauptaugenmerk auf die Art und Weise des Einbaues des Ertragsprinzips und der ihm beigemessenen Bedeutung gerichtet sein.

## 2. Abwägung der Bedeutung der Faktoren der Kursbildung als Bestimmungsmomente der Bewertungsgrundlage der Aktie.

### a) Persönliche, wirtschaftliche, börsentechnische und sonstige Faktoren der Kursbildung am Aktienmarkte.

Über die letzten Bestimmungsgründe der Preisbildung herrscht also heute, wie die bisherigen Ausführungen gezeigt haben, durchaus mit Recht die Grundauffassung vor, daß „die kompliziertesten gesellschaftlichen Verhältnisse und psychischen Zusammenhänge" ausschlaggebend sind. Daraus ergibt

1929; R. Schmidt, Die deutsche Effektenbörse von 1923—1925, Diss. Frankfurt a. M. 1927; Fasel, Die Preisbildung am deutschen Devisen- und Effektenmarkt; F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, a. a. O.

[13] Horwitz, a. a O., S. 4.

[14] Kalveram, Die Preisbildung, a. a. O., S. 33.

sich bei der Betrachtung der preisgestaltenden Kräfte eine Mannigfaltigkeit der einzubeziehenden Momente, die nach Prion als Schwierigkeit gerade bei der Börsenpreisbildung besonders fühlbar wird, „weil der heutige Börsenverkehr mit seinen vielfachen nationalen und internationalen Ausstrahlungen der überragenden Bedeutung der hier gehandelten Werte und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein unübersichtlich macht[15]".

Dieser Schwierigkeit kann nur eine Ordnung und Abgrenzung der an der Preisbildung beteiligten Faktoren Herr werden.

Um „in alle Winkel des Preisbildungsbetriebes an der Börse hineinzuleuchten", kam Prion so zu einer Aufgliederung in drei Gruppen von Faktoren, „die trotz aller gegenseitigen Bedingtheit und Beeinflussung" nach ihm jede für sich einen Kreis selbständiger Faktoren umschließen[16]. Es sind dies:

I. die persönlichen Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns.

II. die börsentechnischen Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Verfassung der Börse, in den Engangementsverhältnissen begründet sind, und

III. die wirtschaftlichen Faktoren, d. h. die, die im letzten Grunde den Wert der Papiere, der in der Preisbildung seinen sichtbaren Ausdruck findet, bestimmen[17].

Im Sinne der hier vorzunehmenden Untersuchung ist die letzte Gruppe, die ja auch nach Prion „im letzten Grunde" den Wert der Papiere bestimmt, besonders wichtig. In der von Prion gegebenen Untergliederung dieser Gruppe treten die hier interessierenden Gesichtspunkte zur Bestimmung der Bewertungsgrundlage der Aktie deutlicher zutage. Es machen sich nach ihm die nachfolgend aufgezählten wirtschaftlichen Einflüsse auf die Kursbildung geltend:

1. Der „innere" Wert der Aktien, der Anteil am Geschäftsvermögen — das Stimmrecht — der Anteil am Geschäftsgewinn — die Kapitalisierung — der Kapitalisierungszinssatz[18].

---

[15] Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, a. a. O., S. 1.
[16] Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, a. a. O., S. 1.
[17] Prion, ebenda, S. 1.
[18] Vom Verfasser gesperrt.

2. Der Geld- und Kapitalmarkt . . .
   Der Privatdiskontsatz — der Bankdiskontsatz — die Prolongationszinssätze — der Kontokorrentzinssatz —.
3. Die Wirtschaftslage . . .
   Die Börsenmeinung — die Handels- und Finanzpresse — die Konjunkturforschung — die Publizitätspflicht.
4. Börsenverlauf und Wirtschaftsentwicklung.
5. Neuere Entwicklungstendenzen . . .
   Der Einfluß der Kartellbildung — die Dividendenpolitik u. a.[19].

Es ist nun zunächst festzustellen, welche Bedeutung dem Ertrag der Aktie auf deren Kursbildung zugesprochen wird. Aus der Gliederung ergibt sich, daß Prion den Anteil am Geschäftsgewinn unter vielen anderen Faktoren mitbehandelt, wobei eine enge Verbindung mit dem sogenannten „Inneren Wert" der Unternehmung angenommen wird. Es ist deshalb notwendig, kritisch darzustellen, welche Zusammenhänge zwischen dem „inneren Wert" der Unternehmung und dem Ertrag der Aktien hinsichtlich deren Beeinflussung auf die Kursbildung bestehen. Obgleich, wie Prion selbst hervorhebt, die wissenschaftliche Terminologie über Wert diese Bezeichnung „innerer Wert" nicht kennt, ist sie aber „in der Börsensprache und auch in der Literatur über Börsenwesen so geläufig", daß die Anwendung in Anlehnung an den Sprachgebrauch unbedenklich erscheint. „Unter dem inneren Wert einer Aktie ist die Vorstellung zu verstehen, daß die Aktie, als die Verkörperung eines Beteiligungsrechtes, einen Anteil am Vermögen der Gesellschaft darstellt und ferner einen verhältnismäßigen Anspruch auf das Gewinnerträgnis gewährt[20]."

Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur, in der übrigens im Einklang mit Prion die Anwendung des Begriffes „innerer Wert" ziemlich allgemein geübt wird, befindet sich auch in der Erklärung des Wesens und der Einschätzung seiner Bedeutung in Übereinstimmung. Kalveram, der eine ähnliche Erklärung wie Prion gegeben hat, unterstreicht die Bedeutung des inneren Wertes der Aktien folgendermaßen: Er bildet „naturgemäß die wichtigste Grundlage für die Wertschätzung und damit für die Höhe ihres Börsenkurses. Es kommt dem inneren Wert für die Kursbildung eine so überragende Bedeu-

[19] Prion, a. a. O., S. IX und 1.
[20] Prion, a. a. O., S. 133.

tung zu, daß dagegen die Einwirkungen aller anderen kursbeeinflussenden Faktoren, zumal dieselben sich oft — wenigstens teilweise — kompensieren, durchweg stark zurücktreten. Auf die Dauer gesehen, kann sich der Kurs der Aktien nicht wesentlich nach unten oder oben von ihrem inneren Wert entfernen. Die Kurse für Anteilspapiere oszillieren immer mehr oder weniger stark um ihren inneren Wert[21]".

Diese Feststellungen haben für die hier verfolgten Zwecke besonders in Verbindung mit der von Kalveram erwähnten Tatsache der Kompensation aller anderen kursbeeinflussenden Faktoren eine besondere Bedeutung. Diese wird aber erst offenbar, wenn man neben den einen Wesenszug des inneren Wertes der anteilmäßigen Beteiligung am Gesamtvermögen der Gesellschaft den davon nicht zu trennenden zweiten, den verhältnismäßigen Anspruch auf das Gewinnerträgnis, stellt und sich die Schwierigkeiten für den ziffernmäßigen Ausdruck des inneren Wertes vergegenwärtigt. Auch in dieser Hinsicht herrscht ziemliche Einhelligkeit in der Literatur. Die Erfassung des Gesellschaftsvermögens und damit des Substanzwertes der Aktie, d. h. des „Anteils am Gesamtwert der Unternehmung, der ihr im Verhältnis zum gesamten Nominalkapital des Unternehmens zukommt[22]", ist sehr schwierig. Der Bilanz der Unternehmung, der einzigen Möglichkeit für den außerhalb der Unternehmung Stehenden, den Substanzwert der Unternehmung als Summe der einzelnen Vermögensteile zu beurteilen, haften erfahrungsgemäß erhebliche Mängel an. Durch häufig unklar gehaltene und durch stille Reserven verschleierte Vermögensrechnungen war es in der Vergangenheit unmöglich gewesen, sich ein klares Bild über den Vermögenswert einer Unternehmung zu machen. Auch, nachdem durch gesetzliche Vorschriften die Bilanzen an Klarheit gewonnen haben, ist es noch nicht möglich, einen genauen Einblick in den Gesamtwert der Unternehmung zu erhalten. Die oft beträchtlichen Organisations- und immateriellen Werte, die die Unternehmung als funktionierender Wirtschaftsorganismus hat, können in der Bilanz nicht berücksicht werden und sind kaum erfaßbar, wenn nicht im Ertrag der Unternehmung. Ohnehin müssen ja auch nach Prion beide Bewertungsreihen des inneren Wertes der Aktie, die Verkörperung des Beteiligungsrechtes und der Anteil am Gewinnerträgnis kombiniert werden, „wenn

[21] Kalveram, Die Preisbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 33.
[22] Kalveram, a. a. O., S. 34.

man auf den inneren Wert der Aktie kommen will[23]". Die ziffernmäßige Feststellung dieses zweiten Faktors des inneren Wertes scheint zunächst nicht dazu verurteilt, so im Dunkeln zu tappen, wie die Bewertung des Vermögensanteiles der Aktie, da ja doch immerhin der jeweilige Kurswert (bzw. der Anschaffungspreis des Aktieninhabers) und die letzten Dividenden zugrunde gelegt werden können. Dennoch erweitert sich auch durch die Einbeziehung dieses anscheinend exakter bestimmbaren Momentes das Schätzungsfeld nicht nur noch mehr, sondern bleibt auch in anderer Hinsicht verschiedenartig ausdeutbar. Erstens kann für die Beurteilung des rentenmäßigen Ertrages der Aktie nur der vorausschätzbare Zukunftsertrag in Frage kommen. Will man aber aus der Ertragshöhe der Vergangenheit auf diesen schließen, und den Kurswert der Aktie als Ertragswert durch Kapitalisierung der ausgeschütteten Dividende — ein Verfahren auf das weiter unten noch eingehend zurückzukommen sein wird[24] — den üblichen Kapitalertragssätzen durch Feststellung des Kapitalisierungswertes der Aktie vergleichbar machen, so liegt die Schwierigkeit „eben in der Festsetzung des Kapitalisierungszinssatzes[25]". Man wird dabei vom landesüblichen Zinssatz ausgehen, aber es sind der Natur der zu beurteilenden Sache nach Änderungen dieses Satzes notwendig. „Der Kapitalist, der ein durch die hohe Dividende hervorgerufenes Agio bezahlt, steht vor der Gefahr, daß dieses verschwinden kann, sobald geringere Dividenden verteilt werden. Er wird deshalb allgemein mit steigenden Dividenden einen höheren Zinssatz fordern müssen, mit dem er die Dividende kapitalisiert, um mit einer Reihe von Jahren den Mehrwert zu amortisieren[26]."

Auch infolge anderer besonderer Risikoverhältnisse bei den verschiedenen Unternehmungen müssen verschieden hohe Zuschläge als Risikoprämie eingerechnet werden[27]. Sind so die notwendigen Änderungen des Kapitalisierungszinssatzes Schwankungen unterworfen, so gilt etwas Ähnliches auch für den Ausgangspunkt seiner Feststellung, den landesüblichen Zinsfuß. Es handelt sich hierbei um einen Zinssatz, für dessen

[23] Prion, a. a. O., S. 133.

[24] Die zur Anwendung kommende Formel lautet:

$$\text{Kapitalisierungswert} \quad \frac{\text{Dividenden}}{\text{Zinsniveau}} \times 100.$$

[25] Prion, a. a. O., S. 136.

[26] Prion, a. a. O., S. 137.

[27] Vgl. Kalveram, a. a. O., S. 36.

Ermittlung die Verzinsung einheimischer Staatsanleihen, diejenige für Hypotheken, Pfandbriefe und andere Kapitalanlagen sowie der offizielle Diskontsatz und der Zinssatz für Leihgelder die Grundlage abgeben. Je nach den wirtschaftlichen Verhältnissen eines Landes lassen sich bestimmte Durchschnittsverzinsungen errechnen, die, in Hundertsätzen des Kapitalbetrages angegeben, den landesüblichen Zinsfuß darstellen. Er ist also eine Größe, die nicht für alle Zeiten feststeht[28]. Damit ist der Maßstab, den der Kapitalist an die Verzinsung der in Aktien angelegten Kapitalien stellt, veränderlich und so auch der Wert der Aktien unter Umständen beträchtlichen Schwankungen unterworfen. Weiter sind nach Prion die „mit den Verzinsungsansprüchen zusammenhängenden Wertveränderungen ... naturgemäß zunächst nur rechnerische Überlegungen, die sich nicht immer und unmittelbar[29] auf den Preis, den Kurs der Aktien übertragen müssen. Dies geschieht zumeist in umständlicherer Weise[30]", auf die von Prion mit Schilderung der Einflüsse des Geld- und Kapitalmarktes, der Wirtschaftslage usw. näher eingegangen wird.

Für die hier verfolgten Zwecke der Herausschälung der dominierenden Bewertungsgrundlage durch Feststellung des Grades der Dominanz dieser möglicherweise einzigen Hauptbewertungsgrundlage ist diese auch schon von Prion festgestellte Verbindung der Ertragswertschätzungen mit den weiteren von ihm genannten wirtschaftlichen Faktoren der Aktienpreisbildung von gar nicht zu unterschätzender Bedeutung.

Die Ausführungen von Prion zeigen deutlich, daß er dem Ertrag der Aktie, freilich neben vielen anderen Faktoren schon eine große Bedeutung für die Preisbildung am Aktienmarkte beimißt. In späteren Untersuchungen kehrt der Gedanke des Ertragsprinzips als kursbildender Faktor ebenfalls wieder, wobei ihm zum Teil noch eine erhöhte Bedeutung beigemessen wird.

Kalveram hebt z. B. die Rolle des Ertrags in folgender Weise hervor:

> „Die wichtigste Bewertungsgrundlage der Aktie ist der Ertrag . . . Der Kapitalanleger, welcher Aktien erwerben will, wird beeinflußt durch Erwägungen über die Sicherheit der Anlage und ihre Ertragshöhe . . . Stets wird der Ertrag

[28] Vgl. auch die Ausführungen von Prion a. a. O., S. 138, und Donner, a. a. O., S. 20.

[29] Vom Verfasser hervorgehoben.

[30] Prion, a. a. O., S. 139 f.

der Aktien mit den aus anderen Kapitalanlagen (Hypotheken, Pfandbriefe, direkte Industriebeteiligung) verglichen. Die günstigste dieser Anlagemöglichkeiten lockt dann zur Betätigung [31]."

Meithner schreibt folgendes:

„Mit Rücksicht darauf, daß die in Effekten angelegten Kapitalien eine dauernde Ertragsquelle bieten sollen, sind hier insbesondere die vermeintliche Gesichertheit der Rentenquelle, die Stetigkeit bzw. die tatsächlichen oder voraussichtlichen Schwankungen in der Höhe des Ertrages und für den Fall des Erlöschens der Rentenquelle die Aussicht auf Rückerstattung des zur Anschaffung der Effekten aufgewendeten Geldkapitals von Bedeutung. Es sind daher Sicherheit und Rentabilität, die auf die Wertschätzungen der Tauschinteressenten auf dem Effektenmarkt bestimmenden Einfluß ausüben [32]."

Stölting stellt zunächst nach Schmalenbach fest, daß allein der Ertrags- oder Rentabilitätswert der Unternehmung imstande ist, den Wert der ganzen Unternehmung auszudrücken. Wörtlich heißt es dann weiter:

„Positiv ergibt sich auf Grund der Untersuchungen einwandfrei, daß der Ertragswert der Aktie es ist, der grundsätzlich die Höhe ihres Börsenkurses bestimmt . . . Für den Wert einer Kapitalanlage ist eben — neben der Sicherheit — in erster Linie die Rente maßgebend, die sie ihrem Besitzer erbringt. Allerdings bildet die restlose Übereinstimmung der Kurs- und Ertragswertkurve eine Ausnahmeerscheinung [33]."

Walb äußert:

„Der Vermögenswert werbender Betriebe ergibt sich . . . nur aus der Kapitalisierung des Ertrages [34]."

In allen diesen Fällen wird dem Ertragsprinzip schon eine äußerst wichtige Rolle als kursbildender Faktor zugewiesen und zum Teil auch seine Dominanz festgestellt. Indessen werden bei den angeführten Autoren neben dem Ertragsprinzip noch eine Vielzahl von kursbestimmenden Faktoren genannt, die als selb-

[31] Kalveram, a. a. O., S. 35. Vgl. auch weitere Äußerungen wie Kalveram, Finanzierung. Die Handelshochschule, Bd. 1. Kap. 8, S. 1294 und Kalveram, Die Beamtenhochschule, S. 306.

[32] Meithner, a. a. O., S. 103.

[33] Stölting, Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und der Börsenkurs der Aktie. Diss. Frankfurt a. M. 1930, S. 7 und S. 61.

[34] Walb, S. 380.

ständige Kursbestimmungsgründe angesehen werden, während, wie weiter unten dargelegt werden soll, es sich bei ihnen nur um Einflüsse auf die Kursbildung handelt, die letzten Endes in die Ertragswertschätzung einmünden.

### b) Ertragsmäßige und kreditäre Grundfaktoren der Kursbildung am Aktienmarkt.

In ähnlicher Weise wie bei den bisher erörterten Gliederungen der kursbildenden Faktoren, in denen — wie gezeigt worden ist — die Preisbildung am Aktienmarkt als das Ergebnis verschiedenster subjektiver Wertschätzungen zum Ausgangspunkt genommen worden war, legt auch Donner seinen Untersuchungen die Überlegungen der Marktparteien zugrunde. Wie Benning sein Vorgehen treffend charakterisiert hat, analysiert er „mit wissenschaftlicher Gründlichkeit die Gesamtheit der Faktoren, die die Kursbildung am Aktienmarkt bestimmen", geht „mit den Methoden induktiver Forschung den wirklichen Bestimmungsgründen nach und rückt den vagen Vorstellungen über unkontrollierbare Einflüsse, die bisher bei den Effektenmarktanalysen eine große Rolle spielen, energisch zu Leibe [35]".

So kommt Donner in für die vorliegenden Erörterungen besonders bemerkenswerter Weise zu einer Zusammenfassung der bei Prion noch als Einzelgruppen behandelten Faktoren der Kursbildung der Aktien, in der die persönlichen und börsentechnischen Momente zugunsten einer strafferen Behandlung der wirtschaftlichen Faktoren zurückgedrängt sind.

Die den Verhandlungen der Marktparteien zugrunde liegenden Überlegungen faßt Donner unter Betrachtung der Aktienkurse als durch Angebot und Nachfrage bestimmte Preise des freien Marktes, für deren Gestaltung diese Überlegungen das Letztentscheidende sind, in folgende zwei Grundsätze zusammen:

„1. Die Einschätzung der durch Aktienbesitz zu erlangenden Einnahmen im Vergleich zu den bei anderweitiger Kapitalverwendung erzielbaren Erträgen (Ertragsprinzip).
2. Die Menge der für den Aktienmarkt disponiblen Gelder (Prinzip der verfügbaren Mittel) [36]."

Bezüglich des letztgenannten Prinzips sei vorwegnehmend schon hier darauf hingewiesen, daß es letztlich ebenfalls nur die

[35] B. Benning, Die Kursbildung am Aktienmarkt. Besprechung der Untersuchung Donners in: Die Deutsche Volkswirtschaft, H. 35, Berlin 1934, S. 1110.

[36] Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 5.

Wirksamkeit von Ertragsfaktoren umfaßt, da die Disponibilität von Geldern auf den Zinssatz wirkt und umgekehrt.

„Die durch diese beiden Prinzipien erfaßten Tatbestände", so fährt Donner fort, „können wir als die Grundfaktoren der Kursbildung am Aktienmarkt bezeichnen [37]."

Trotz dieser starken Zusammenfassung verkennt aber Donner keineswegs die Vielgestaltigkeit der im Preisbildungsgetriebe überhaupt eine Rolle spielenden Kräfte. Auch seine Betrachtungsweise ist im Vergleich zu der bisher erörterten hinsichtlich des Eingehens auf die subtilsten Einzelerscheinungen genügend differenziert.

Mit Recht aber sieht er in allen diesen Einzelerscheinungen nur Bestimmungsgründe der Grundfaktoren. Die Fülle der mannigfaltigsten Kräfte, wie Lage und Entwicklung der Produktion, der Preise der Binnenumsätze, des Außenhandels usw. spielen nur die Rolle allerdings recht zahlreicher Komponenten der Grundfaktoren. Von ihnen betont Donner — und hat dies mit gründlichster Einzeluntersuchung nachgewiesen —, daß sie „in jedem Fall eine befriedigende" Erklärung für die Entwicklung des allgemeinen Kursniveaus von Jahr zu Jahr und erst recht auf noch größere Zeiträume geben [38].

Von Interesse ist hier aber noch die Zurechnung der einzelnen Momente, die zu dem Wirksamwerden der Grundfaktoren beitragen.

Es sind dies nach der Donnerschen Untergliederung für die

1. ertragsmäßigen Grundfaktoren:
   Dividenden und Reingewinne — Aktienrendite und Reingewinnsatz — die Aktienkurse als kapitalisierte Unternehmungserträge.
2. kreditären Grundfaktoren:
   Zinswirkung und Geldmengenwirkung — der Einfluß des Geldmarktes, die Banken betreffend — der Einfluß des Geldmarktes, die Zinsbewegung betreffend — der Einfluß des Kapitalmarktes, die Rentenkurse betreffend — der Einfluß des Kapitalmarktes, die Emissionstätigkeit betreffend [39] [40].

---

[37] Ebenda.
[38] Donner, Die Preisbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 5.
[39] Donner, Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 3.
[40] Wie schon festgestellt, wird hier der Standpunkt vertreten, daß es sich auch bei den kreditären Grundfaktoren letztlich um Ertragsfaktoren handelt, worauf an anderen Stellen (vgl. S. 16, 18 und 20 ff. dieser Arbeit) eingegangen worden ist.

Die eingehende, vorzüglich belegte Untersuchung aller der mit den unter 1 genannten Momenten sich ergebenden Zusammenhänge hat Donner zu folgendem Ergebnis geführt: „Dies alles berechtigt zu der Annahme, daß die Kursbildung am Aktienmarkt in den größeren Schwankungen (etwa den Veränderungen von Jahr zu Jahr) unter der Herrschaft des Ertragsprinzips steht, d. h. unter dem kombinierten Einfluß der Rentabilitäts- und Kapitalisierungsfaktoren ... Die Linie der kapitalisierten Unternehmungserträge, die das gemäß dem Ertragsprinzip normale Kursniveau repräsentiert, bildet gleichsam das Rückgrat der tatsächlichen Kursentwicklung [41]."

Für die Erklärung der kurzfristigen Kursschwankungen (von Tag zu Tag bis von Monat zu Monat) müssen allerdings nach Donner weitere Einflüsse, nämlich die der Spekulation und der börsentechnischen Faktoren herangezogen werden. Sie bewirken aber nur Schwankungen, „die sich um die Grundtendenz herumranken"; denn „weder die Spekulation noch die börsentechnischen Kursfaktoren vermögen die Grundtendenz auf die D a u e r zu verändern [42]".

Wie sich weiter unten zeigen wird, braucht dies aber durchaus nicht unter allen Umständen eine Außerkraftsetzung des Ertragsprinzips zu bedeuten.

Was nun weiter die kreditären Grundfaktoren betrifft, so weist Donner selbst darauf hin, daß sie nicht unbedingt selbständig, sondern auch für das Ertragsprinzip wirken. „Der Geld- und Kapitalmarkt", so führt er aus, „wirkt sowohl durch Beeinflussung der Kapitalalisierungsmaßstäbe, also über das Ertragsprinzip, als auch durch Regulierung der dem Aktienmarkt zufließenden Kaufkraftmengen [43]". Da diese Regulierung aber bei einem normal funktionierenden Geld- und Kapitalmarkt e r t r a g s b e d i n g t ist, ergibt sich hier ein möglicher Einwand gegen die Selbständigkeit des Prinzips der verfügbaren Mittel als Kursbestimmungsgrund. Unter der Voraussetzung, daß die Kreditmenge a l l e i n durch den Zins reguliert würde, wäre das Prinzip der verfügbaren Mittel kein selbständiger, sondern nur ein aus dem Ertragsprinzip abgeleiteter Kursbestimmungsgrund. Nach Donner tritt die alleinige regulierende Wirkung des Zinses auf die Kreditmenge aber nur „unter der Annahme eines völlig freien Marktes" in Erschei-

[41] Donner, Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 22.
[42] Ebenda S. 5.
[43] Donner, Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 24.

nung, und, da „in der Wirklichkeit diese Voraussetzung nicht erfüllt [44]“ ist, bildet das Prinzip der verfügbaren Mittel nach Donner auch einen selbständigen Kursbestimmungsgrund.

„In der Praxis“, so sagt Donner aber schließlich, „ist die Scheidung der nach dem Ertragsprinzip und der nach dem Prinzip der verfügbaren Mittel wirkenden Faktoren nicht immer in gleicher Weise möglich wie in der Theorie [45].“

[44] Ebenda.
[45] Ebenda

## II.

# Der Ertrag der Aktie als primärer Bewertungsfaktor

### 1. Ansatzpunkte zur Betrachtung der Ertragswertschätzung als Sammelpunkt der verschiedenen kursbildenden Faktoren.

Die bisherigen Ausführungen haben sowohl die hohe Bedeutung, die dem Ertragsprinzip allseitig als einer Bewertungsgrundlage der Aktien beigemessen wird, aufgezeigt, als auch erkenntlich gemacht, daß die Bewertung der Aktie außer nach dem zu erwartenden Ertrag vielfach noch von anderen Einflüssen überdeckt erscheint, denen eine mehr oder minder selbständige kursbestimmende Wirkung beigemessen wird. Indessen finden sich aber auch in den Untersuchungen, die uns bisher beschäftigen, und in denen es sich mehr um die Zusammenhänge zwischen den verschiedenen kursbildenden Faktoren, als um Herausstellung eines Generalprinzips zur Bestimmung einer einzigen Hauptbewertungsgrundlage der Aktie handelte, genügend Ansatzpunkte hierzu.

Schon in der am Schlusse des vorigen Abschnittes erwähnten — auch nach Donners Meinung — festzustellenden Unmöglichkeit, in der Praxis eine klare Scheidung zwischen den nach seiner Begriffsprägung „ertragsmäßig" oder „kreditär" bedingten Faktoren durchzuführen, ist ein solcher Ansatzpunkt zu erblicken.

Donner ist dem möglichen Einwand, daß die nach ihm unter Umständen auch unabhängig vom Ertragsprinzip wirkenden kreditären Faktoren nur Unterfaktoren der ertragsmäßigen Grundfaktoren seien, damit entgegengetreten, daß bei einem nicht völlig freien Markt „Zins und Kreditmenge ... in gewissem Umfang unabhängig voneinander" seien. So ist es nach ihm „denkbar und auch vorgekommen, daß bei unverändertem oder doch nur wenig verändertem Zinssatz die Börsenkredite stark gedrosselt werden ... wie auch umgekehrt, daß bei gleichem Zinsniveau und bei gleicher Unternehmungsrentabilität eine — nach dem Ertragsprinzip allerdings

fällige[1] — spontane Umlagerung von Depositen- oder Hortungsgeldern auf die Börse stattfindet[2]".

Es ist sicher interessant, daß in diesen beiden von Donner doch als Beweis der selbständigen, nicht ertragsbedingten Wirkung der kreditären Faktoren gedachten Beispiele im zweiten eine Verbundenheit mit dem Ertragsprinzip dennoch festgestellt werden muß. Aber auch bei Kursänderungen, die auf Grund von nicht eigentlich zinsbedingten, sondern aus allgemeinen Besorgnissen heraus erfolgten Kreditrestriktionen vor sich gingen[3], spielt noch immer die Ertragswertschätzung eine Rolle. Sie liegt, wie in späteren Abschnitten dieser Arbeit klargestellt werden wird, auch in diesem Falle wie immer den Entschlüssen über Kauf oder Verkauf mindestens latent mit zugrunde, nur daß es sich selbstverständlich dabei nicht um den rentenmäßigen Ertrag, sondern um den aus Kursgewinn oder das Bestreben handelt, den Verlust möglichst minimal zu gestalten.

Das Letztentscheidende ist also auch hier der Ertrag der Aktie.

Nach Donner ist, wie erwähnt, die Argumentation, daß „die Begrenztheit der ... verfügbaren Mittel keinen selbständigen, sondern nur einen aus dem Ertragsprinzip abgeleiteten Kursbestimmungsgrund bildet ... nur dann zulässig, wenn die Kreditmenge allein durch den Zins ruguliert würde, also unter der Annahme eines völlig freien Marktes[4]".

Unter Annahme dieser Voraussetzung ist man denn auch von anderer Seite schon zu Feststellungen gekommen, die es weiter ermöglichen, die ertragsmäßigen Grundfaktoren als

[1] Vom Verfasser gesperrt.

[2] Donner, Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 24.

[3] Die Kreditrestriktionen vom 13. Mai 1927 hatten ein starkes Absinken der Kurse bei unveränderten oder nur wenig veränderten Zinzsätzen zur Folge:

| | 1927: 2.—7. 5. | 9.—14. 5. | 16.—21. 5. | 23.—28. 5. | 30. 5.—4. 6. |
|---|---|---|---|---|---|
| Reichsbankdisk. | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Debetzinsen der Stempelvereinig. | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Tagesgeld | 7.52 | 6.04 | 5.82 | 5.33 | 7.12 |
| Monatsgeld | 7.40 | 7.50 | 7.75 | 7.86 | 7.98 |
| Reportgeld | — | 8 | 8 | 8 | 8 |
| vorher | 7.50 | | | | |
| Gesamtaktienkursniveau | 185,8 | 172,0 | 165,8 | 156,8 | 150,5 |

[4] Donner, Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 24.

letzthin alleinige Faktoren der Kursbildung anzusprechen. In einer Untersuchung über die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse vertritt z. B. Christodulopulos diesen Standpunkt mit folgenden Ausführungen: „Man muß ... von der Überlegung ausgehen, daß die Aktien letzten Endes Ertragstitel sind und die Nachfrage nach ihnen von ihrem Ertrag abhängig ist, daß also ihr Ertrag — nämlich die Dividende — das Primäre an ihnen ist. Da jede Aktie gleichzeitig Kapital vertritt, so strebt der als Kapitalertrag anzusprechende Aktienertrag danach, mit dem im Geld- und Kapitalmarkt im allgemeinen herrschenden Kapitalertrag, d. h. mit dem Zinssatz übereinzustimmen. Der Ausgleich zwischen diesen beiden Kapitalerträgen findet im Wege der Aktienkursbildung statt, indem der zunächst gegebene Aktienertrag nach dem herrschenden Zinssatz kapitalisiert wird. ... Es handelt sich also bei den Aktienkursschwankungen nur um allein rechnerische Erscheinungen ...“ und „letzten Endes“ kommt „als alleiniger Bestimmungsgrund des Aktienkursniveaus der Charakter der Aktien als Ertragstitel in Frage [5]“.

Überdies bestreitet Christodulopulos auch die Behauptung, „daß die Höhe der Aktienkurse von dem Zu- oder Abfluß von Kapital auf dem Aktienmarkt abhängt [6]“. Es würde zu weit führen, hier näher auf die sehr umstrittenen Einzelfragen, in die sich nach ihm dies Problem auflöst, einzugehen. Seiner Meinung nach sind die Fragen, ob

a) der dem Aktienverkäufer jeweils zugeflossene Verkaufserlös s o f o r t automatisch zum Geld- und Kapitalmarkt „zurückfließt,
b) durch gesteigerte Aktienkurse oder durch gesteigerte Börsenumsätze Zahlungsmittel gebunden werden,
c) die Börsenspekulation der wirtschaftlichen Tätigkeit, d. h. dem Produktionsprozeß Kredit entzieht,
d) die Aktienkurssenkung, gesamtwirtschaftlich betrachtet, Kapitalverluste bedeutet“.

alle in einer Weise zu beantworten, daß die von ihm vertretene Auffassung, „daß die Aktienkursschwankungen nicht mit Zu- oder Abfluß von Kapital auf dem Aktienmarkt zusammenhängen, sondern bloße Rechnungsvorgänge in der Kapitalisation der Dividende sind“, erwiesen ist [7].

[5] P. Christodulopulos, Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse, in: Allgemeines statistisches Archiv, Bd. 20, Jena 1930, S. 233 und Anm. 19.
[6] P. Christodulopulos, a. a. O., S. 234—239.
[7] Ebenda S. 234—239.

Den Nachweis hierfür erbrachte Christodulopulos folgendermaßen: Er untersuchte für den Zeitraum von 1896 bis 1908 die Bewegung der vierteljährlichen Mittelwerte der Aktienkurse und der saisonbereinigten Diskontsätze und verarbeitete die so gebildeten statistischen Vierteljahresreihen an Hand des mathematischen Verfahrens der Multiple-Korrelationstheorie. Dieses Verfahren wird dann angewendet, wenn die Anhängigkeit einer Variablen von der Veränderlichkeit zweier oder mehrerer sich gleichzeitig unabhängig voneinander, verändernden Variablen festzustellen ist. Die Abhängigkeit drückt sich in der Regressionsgleichung aus [8].

Christodulopulos hat nun aus dem ihm zur Verfügung stehenden Material die Regressionsgleichung berechnet, die das Verhältnis der Aktienkurse zu dem Diskontsatz des entsprechenden Vierteljahres und zu der Dividende des vorhergehenden ermittelt, sowie den Koeffizient der Multiple-Korrelation und das Normalniveau der Aktienkurse [9].

Aus der Gleichung, die im einzelnen hier nicht wiedergegeben wird, ergibt sich folgendes Ergebnis: Die Korrelation der Aktienkurse zur Dividende ist positiv, diejenige der Aktienkurse zu dem Diskontosatz dagegen negativ. Dies bestätigt die herrschende theoretische Ansicht, daß die Erhöhung der Dividende eine Erhöhung der Aktienkurse, die Erhöhung des Diskontsatzes aber eine Senkung der Aktienkurse zu verursachen pflegt. Ferner ist — ebenfalls nach dem genannten Verfasser — aus der Gleichung zu erkennen, wieviel bedeutender die Dividendenschwankungen für die Aktienkursbildung sind als die Diskontschwankungen und wie unberechtigt die Konjunkturforschung diesen für die Kursbildung wichtigsten Faktor bisher vernachlässigt hat [10].

Es kam dem genannten Autor, dem wir hier in voller Absicht so ausführlich gefolgt sind, zwar vor allem nur auf den Nachweis der Abhängigkeit auch der Konjunkturschwankungen der Aktienkurse von den Ertragswertschätzungen an. Darüber hinaus aber sind die Feststellungen von Christodulopulos im Sinne der hier vertretenen Auffassung für eine Herausschälung einer einzigen Hauptbewertungsgrundlage der Aktie, die

[8] Vgl. hierzu: Ezekiel, A method of handing curvilinear correlation for any number of varables. in Journal of the Amer. stat. Association, Vol. XIX, Nr. 148 Dezember 1924.

[9] Christodulopulos, a. a. O., S. 246.

[10] Ebenda S. 248.

vor allem ihren Charakter als Ertragstitel im Auge behält, außerordentlich gut auswertbar.

Ohne eine Einbeziehung der in obigen Ausführungen berücksichtigten Zusammenhänge der Verhältnisse des Geld- und Kapitalmarktes hat aber auch Prion auf die Möglichkeit einer Zusammenfassung der beiden Bewertungsreihen der Aktie, nämlich der Bewertung des Anteils am Vermögen der Gesellschaft und Kapitalisierung seines Rentenbezuges in eine einzige Bewertungsgrundlage, nämlich die Rentabilität, hingewiesen. Da der Kapitalist, wie Prion ausführt, „die Sonderheiten beider (Bewertungsreihen) in der Höhe des Zinssatzes, mit dem er die Dividende kapitalisiert, zu berücksichtigen pflegt, so ist es erklärlich, wenn im Hinblick auf diesen äußerlichen Vorgang vielfach die Rentabilität allein als Bemessungsgrundlage des Wertes der Aktie angesehen wird [11]".

Hierin liegt ein weiterer Ansatzpunkt zu der Herausschälung des Ertragsprinzips als alleiniger Bewertungsgrundlage der Aktie, wenn auch Prion seine Feststellungen nur im Hinblick auf die Bedeutung des rentenmäßigen Ertrags und des inneren Wertes der Aktie als kursbildende Faktoren gemeint hat.

Dem inneren Wert der Aktie kann aber auch in diesem Zusammenhang nur eine untergeordnete Stellung zugesprochen werden, worauf Theisinger aufmerksam gemacht hat:

„Die Aktie ist ein Ertragspapier; nur die Zusicherung zukünftigen Ertrages und die Hoffnung auf Erfüllung seiner verbrieften, bedingten Rechte kann den Geldkapitalisten bewegen, sein Geld in Aktien anzulegen. Der innere Wert der einzelnen Aktie tritt dabei zurück. (Hervorgehoben vom Verfasser.) Dem Aktionär fehlt der Einblick in die Bewertungspolitik des Unternehmens", und es ist daher „ganz natürlich, daß er der breiteren Bewertungsbasis des Marktes größeres Vertrauen schenkt [12]."

Es muß daher die weitere Aufgabe der vorliegenden Arbeit sein, darzulegen, daß die bei den bisherigen Untersuchungen als selbständige Faktoren der Kursbildung angenommenen Einflüsse selbst wieder vom Ertrage abhängig sind, also dem Ertragsprinzip untergeordnet werden können. Dazu ist aber eine eingehende Erörterung der Wirksamkeit des Ertragsprinzips

[11] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 136.

[12] K. Theisinger, Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Betriebswirtschaftliche Abhandlungen B VII, Stuttgart 1928, S. 48.

zunächst in dem eingeschränkten Sinne des Kapitalertrages der Aktie (Rendite, Kursgewinn usw.) und sodann in einer weiteren Fassung des Ertragsprinzips erforderlich, die die anderen Bewertungseinflüsse (kreditäre Faktoren, sonstige wirtschaftliche Faktoren, persönliche und börsentechnische Momente) diesem unterordnet.

## 2. Die unmittelbare Wirksamkeit des Ertragsprinzips durch die dauernden und gelegentlichen Ertragsfaktoren der Aktie.

### a) Die dauernden Ertragsfaktoren und die Rentabilität der Aktie.

Der Ertrag der Aktie fließt dem Aktienbesitzer in verschiedenen Formen zu, die in dem Bezug der Dividende auf Stamm- oder Vorzugsaktien, evtl. Kursgewinn und im Liquidationserlös bei Auflösung der Unternehmung gegeben sind. Als der unmittelbarste Ertrag der Aktie ist die Dividende anzusprechen, die als der einzige dauernd wirkende Ertragsfaktor der Aktie bei der Beurteilung ihrer sämtlichen Ertragsmöglichkeiten daher von größter Bedeutung ist. Je höher der Gewinnanteil ausfällt, umso wertvoller wird dem Aktionär sein Anteil an der Unternehmung sein[13]. Bei der Handhabung der Dividende als Bewertungsmaßstab der Aktie entsteht aber die Frage, in welcher Weise die Erträge der Vergangenheit, der Gegenwart oder der Zukunft dabei zu berücksichtigen sind.

Der Ertrag, den der Käufer des Anteilspapiers vor allem im Auge hat, stellt sich dar als eine Kette von Zukunftsdividenden. Vergangenheitserträge spielen bei der Wertschätzung nur eine sekundäre Rolle, denn der Käufer der Aktie kauft den Barwert aller Zukunftserträge und der Verkäufer begibt sich dieses Barwertes. Nun sind Zukunftsgewinne allerdings schwer abwägbare Faktoren. Die Zukunftsgewinne finden aber einen wesentlichen Anhaltspunkt in den Vergangenheitsgewinnen, weil nicht unterstellt werden kann, daß die Ertragsaussichten eines Unternehmens sich ohne weiteres und grundlegend verändern. So knüpfen die Wertschätzungen der Börse in erster Linie an die Vergangenheitsgewinne an. Allerdings ist man dabei bereit, jederzeit Zukunftschancen in die Berechnung einzubeziehen und dauernd den

[13] Vgl. Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 136.

Ertragswert zu verändern. So kann schon die kleinste Veränderung der Zukunftschancen, irgendeine Kosten- oder Preisveränderung, die den Ertrag ändert, die Möglichkeit einer Kartellbildung, der Eintritt in ein Konzernverhältnis, die Chance einer Fusion, ein plötzlich unvermutet gegebener Auftrag zu außerordentlichen Kursveränderungen führen. In der Regel gilt aber, daß der Vergangenheitsertrag unter dauernden Modifikationen auch als Zukunftsertrag zugrunde gelegt wird [14].

Mit Heranziehung des landesüblichen Zinsfußes ergibt sich so eine Möglichkeit, die Aktienkurse als kapitalisierte Unternehmungserträge aufzufassen und unter Abstrahierung aller sonstigen variierenden Momente im Kapitalisierungswert die Größe zu sehen, die den Wert bzw. Preis der Aktie dann in folgender Formel ausdrückt:

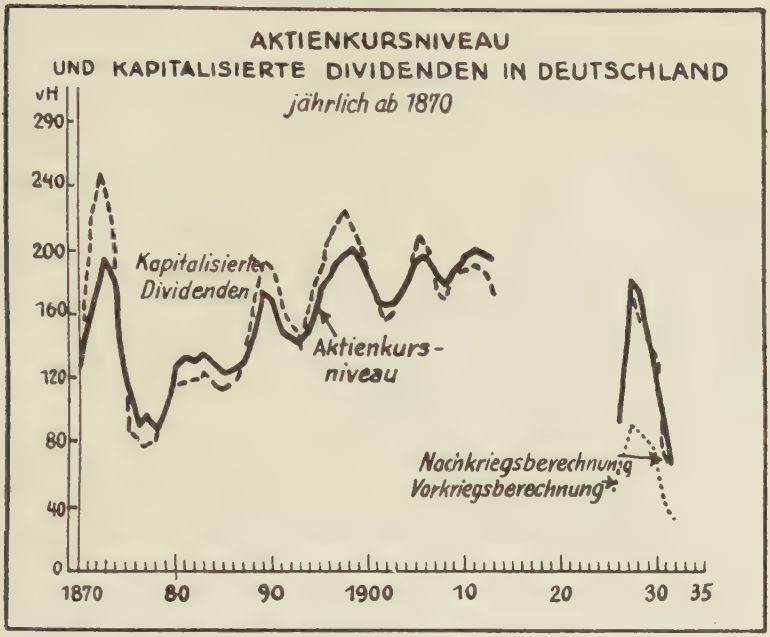
$$\text{Wert der Aktie} = \frac{\text{Dividendenschätzung in der Gegenwart} \times 100}{\text{landesübliches Zinsniveau.}}$$

Dieser Rechnung liegt der Gedanke zugrunde, „daß das Aktienkursniveau beherrscht wird von den Renditeerwägungen der Marktparteien und daß es auf jede Veränderung der Dividenden oder des landesüblichen Zinsniveaus oder beider zusammen mit einer gleich großen Veränderung zu reagieren tendiert [15]".

In wie starkem Maße dies bei den Kursveränderungen von Jahr zu Jahr zum Ausdruck kommt, zeigt die folgende, der schon erwähnten Untersuchung Donners entnommene graphische Darstellung [16], zu der erklärend noch folgendes bemerkt sei: „Die Linie der kapitalisierten Dividenden entstand durch Division der jeweiligen Aktiendividenden durch das Zinsniveau des betreffenden Jahres und Multiplikation mit 100. Als Repräsentant des Zinsniveaus galt ein im Verhältnis 3 : 1 gewogener und um einen konstanten Prozentsatz veränderter Durchschnitt der Rendite festverzinslicher Papiere und des Privatdiskonts. (Für die Nachkriegszeit wurde statt des Privatdiskonts der Durchschnitt aus Privatdiskont, Warenwechsel und Monatsgeld benutzt.) Die Konstante trägt dem Niveauunterschied Rechnung, der üblicherweise zwischen Aktienrendite und Zinsniveau besteht [16a]."

[14] Vgl. Donner, a. a. O., S. 20 f.
[15] Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a. a. O., S. 20.
[16] Ebenda S. 21 f.
[16a] Ebenda S. 20.

So ergab sich folgendes Bild:




Donner zieht daraus mit Recht folgende Schlüsse: „Die Linie der kapitalisierten Dividenden steht in einer unverkennbar systematischen Beziehung zu den Kursschwankungen am Aktienmarkt. Selbst in so turbulenten Zeiten wie denen der Nachkriegszeit, für die so oft die völlige Loslösung des Aktienmarktes von den Dividenden und Zinseinflüssen behauptet worden ist, befinden sich die Kursveränderungen in Übereinstimmung mit ihr[17]." Das bezieht sich natürlich nur auf das durchschnittliche Kursniveau einer längeren Jahresreihe.

Die oben wiedergegebene Gleichung ist als Ausgangspunkt für die Kursveränderungen in kürzeren Zeiträumen oder gar von Tag zu Tag also nur unter Einschränkungen anwendbar. In diesem Sinne kann sie auch experimentell niemals vollgültig erwiesen oder nachgeprüft werden, denn im Börsenkurs wirken Dividende und eine Reihe von verschiedenen Ertragsfaktoren, die es im folgenden zu besprechen gilt. Außerdem ist zu

[17] Donner, a. a. O., S. 21.

berücksichtigen, daß die Errechnung des Zukunftsertrages aus dem Vergangenheitsertrag sich nicht mechanisch abspielt.

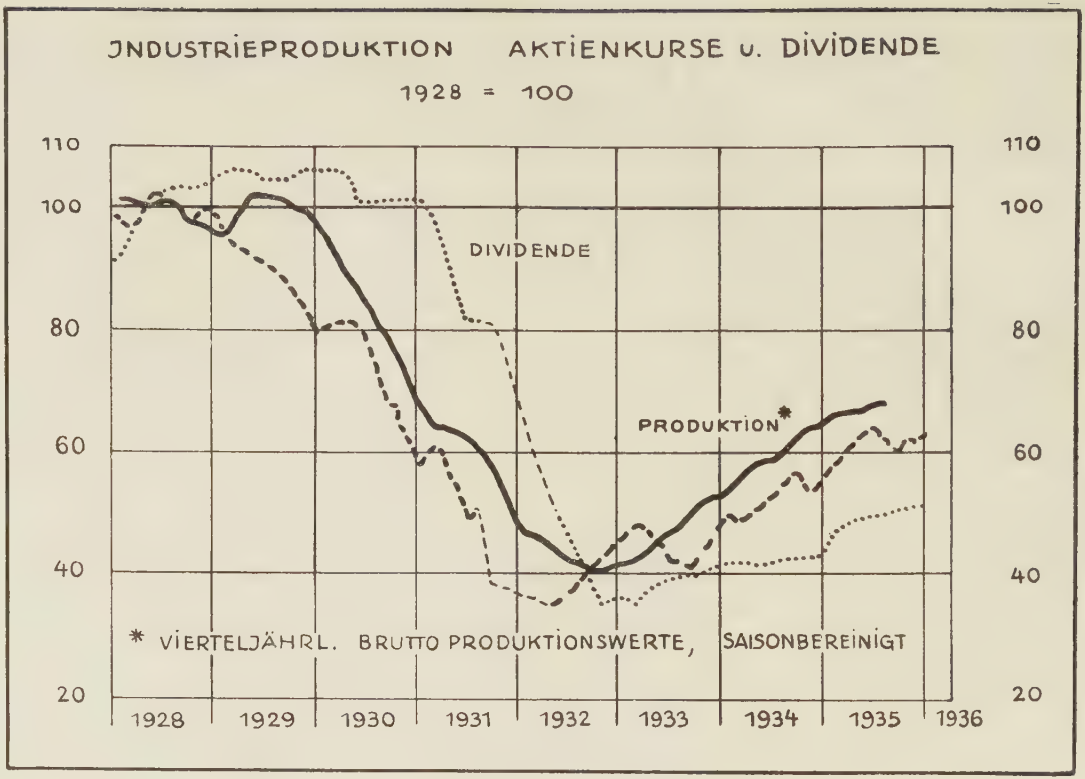
Die bei den zahlreichen Interessenten oft stark divergierenden und sich häufig ändernden Meinungen über auch nur kleinste Veränderungen zukünftiger Ertragsaussichten genügt, Kursabschläge nach oben oder unten vorzunehmen. Dies liegt zum Teil daran, daß die wirtschaftlichen Chancen einzelner Unternehmen sich in Zukunft unter Umständen grundlegend ändern können und daß es ausgeschlossen erscheint, daß sie in Zukunft den Ertrag bringen, den sie in der Vergangenheit bringen konnten. In der graphischen Darstellung sind die Schätzungen über die Zukunft wohl im Kurs, nicht aber in der kapitalisierten Dividende enthalten. Das Auseinanderklaffen beruht weiter darauf, daß die dynamischen Veränderungen der Konjunktur der Anwendbarkeit der statistischen Durchschnittsberechnung entgegenstehen.

Alle diese Momente setzen aber die grundsätzliche Gültigkeit der Ertragsbewertung nicht außer Kraft. Solange es auf einem Börsenmarkt Parteien gibt, die sich bei Preislimiten von wirtschaftlicher Vorstellung leiten lassen, wird das Grundgesetz nicht umgestoßen werden können, daß der Wert der Aktie sich maßgeblich am Ertrag orientiert. Die Beobachtung der tatsächlichen Kursentwicklung liefert hierfür die mannigfaltigsten Belege. Es sei hier außer den Ergebnissen bereits angestellter Beweisführungen, die schon erwähnt worden sind[18], noch folgendes Material beigebracht:

Ein Vergleich der Entwicklungslinien des Aktienkursniveaus der Dividenden und der Produktion in den Jahren 1928—1935 zeigt nebenstehendes Bild:

[18] Vgl. S. 25 ff. dieser Arbeit.

Das Sinken der Entwicklungslinie der Produktion in den Jahren 1929—1932, das Ertragsschmälerungen mit sich brachte, wie dies die Entwicklungslinie der Dividende zeigt, war auch von einem Sinken des Aktienkursniveaus begleitet. Die seit




Graphische Darstellung aus Wochenberichte des J. F. K. v. 19. 2. 1936.

1933 einsetzende stetige Besserung der Wirtschaftslage, Steigerung der Produktion und Besserung der Ertragsaussichten und der tatsächlich erzielten Erträgnisse hat auch eine Steigerung des Aktienkursniveaus bewirkt.

In den Veröffentlichungen der Fachliteratur und in der Tagespresse finden sich immer wieder Hinweise darauf, daß der Aktienkurs in erster Linie von der Ertragslage bestimmt wird. Im folgenden soll dies in eigenen Untersuchungen noch näher bewiesen werden.

### Die Dividende der Vorzugsaktie.

Gut läßt sich die Gültigkeit der hier vertretenen Grundauffassung, daß in erster Linie der Ertrag der Aktie ihren Kurs bestimmt, dann nachweisen, wenn man Aktienkurse von Unternehmungen heranzieht, die über mehrere ertragsverschiedene Aktien verfügen. In einem solchen Falle sind auch alle Momente ausgeschaltet, die sonst einem Vergleich verschiedener Aktien entgegenstehen. Denn verschiedene Aktiengattungen beziehen sich bei ein und demselben Emittenten immer auf gleichartige Wirtschaftschancen. Die Divergenz der Kurse ist dann ausschließlich eine Divergenz der Ertragsaussichten. Es handelt sich hierbei um einen Vergleich des Ertrages der Stammaktien mit dem der sog. Vorzugsaktien. Letztere entstehen dadurch, daß einer Gruppe von Aktien gewisse, von dem normalen Rechtsinhalt der Aktie abweichende Rechte gewährt werden. Neben der Gewährung von Vorzügen hinsichtlich Stimmrecht und Liquidation steht die am häufigsten vorkommende Bevorzugung bei der Gewinnverteilung. So sind die Vorzugsaktien in der Regel mit einer prioritätischen Dividende ausgestattet, d. h. die Stammaktien erhalten erst dann eine Dividende, wenn den Vorzugsaktionären aus dem Gewinn der fest versprochene Ertrag ausgezahlt worden ist. Diese Dividende ist meist kumalativer Natur, d. h. es besteht Nachzahlungspflicht aus dem Ertrage kommender Jahre, wenn im laufenden Jahre die Gewinnausschüttung nicht möglich war.

Zuweilen sind die Vorzugsaktien mit Superdividenden ausgestattet. Die bevorrechtigten Aktien erhalten dann zunächst den festgesetzten Dividendenbetrag und außerdem noch einen weiteren Prozentsatz, der sich nach der Höhe der an die Stammaktionäre verteilten Dividende richtet, mit der die Zahlung der Zusatzdividende an die Vorzugsaktionäre in der verschiedensten Weise verkoppelt sein kann. Diese verschiedenen Ertragsaussichten verschiedener Aktienkurse zei-

gen dann mit den anderen hier beigebrachten Belegen, daß das Steigen und Sinken der Kurse auf veränderlichen Erträgen beruht.

Hierfür seien einige Beispiele angeführt, die dann im folgenden noch systematisiert werden:

**Anhaltsche Kohlenwerke** (6 % lim., kumulat.)

| **Dividende:** | **1925** | **1926** | **1927** | **1928** | **1929** | **1930** | **1931** | **1932** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| St.-A. | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 | 5 | 3 | 4 |
| Vorz.-A. | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| **Kurse:** | | | | | | | | |
| St.-A. | 42 | 124,25 | 108,75 | 103 | 77⅝ | 51⅝ | 47,5 | 63,5 |
| Vorz.-A. | 54 | 92 | 84,50 | 84 | 75 | 69 | 67 | 76 |

Die Aufstellung läßt folgendes erkennen: Solange der Ertrag der Vorzugsaktie über dem der Stammaktie liegt, hat die Vorzugsaktie einen höheren Kurs als die Stammaktie. Dividendengleichheit dagegen bringt eine Umkehrung mit sich, die darauf zurückzuführen ist, daß nunmehr die Stammaktie bei gleichbleibenden Erträgen der Vorzugsaktien, wegen Dividendenbegrenzung der letzteren die größeren Zukunftsaussichten haben. Erst als sich im Laufe von vier Jahren herausgestellt, daß die Dividende der Stammaktie nicht über die der Vorzugsaktie hinauszugehen scheint, findet eine Kursangleichung statt, und in dem Augenblick, in dem der Ertrag der Stammaktie unter den der Vorzugsaktie zurücksinkt, tritt auch die entsprechende Kursrelation wieder ein. Das nachfolgende Beispiel veranschaulicht das gleiche in einer etwas abweichenden Entwicklung:

**Zellstoff-Waldhof, Mannheim.**

| **Dividende:** | **1925** | **1926** | **1927** | **1928** | **1929** | **1930** | **1931** | **1932** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| St.-A. | 10 | 12 | 12 | 13⅓ | 12¼ | 6 | 0 | 0 |
| Vorz.-A. | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 0 | 0 |
| **Kurse:** | | | | | | | | |
| St.-A. | 77 | 241,7 | 271 | 281,5 | 180,5 | 94 | 59⅝ | 45,75 |
| Vorz.-A. | 66 | 100 | 85,25 | 81,5 | 81 | 82,75 | 61,5 | 64,75 |

Die Stammaktien haben gegenüber den Vorzugsaktien einen stark überhöhten Ertrag. Infolgedessen und in Verbindung mit den Zukunftschancen liegt der Kurs der ersteren hoch über dem der Vorzugsaktien mit begrenzter Dividende. Erst als beide Dividendenerträge den gleichen Satz aufweisen, findet eine Annäherung bzw. Überschneidung der Kurskurven statt, weil nunmehr die Priorität der Vorzugsaktien gegenüber den in der Folge als weiter zurückgehend vermuteten Dividende der Stammaktien einen erhöhten Ertrag sichert. Auch nachdem die Erträge beider Aktiengattungen auf Null gesunken sind, be-

wegt sich der Kurs der Vorzugsaktien über dem der Stammaktien, weil wieder eintretende Rentabilität sich zuerst auf die ersteren auswirken muß und deren ertragsmäßige Zukunftschancen also höher geschätzt werden.

Diese Umkehr in der Kursentwicklung tritt also solange nicht in Erscheinung, wie Aussicht besteht, daß die Stammaktien die besseren Zukunftserträge haben werden. Selbst ein zeitweises Absinken der Dividende unter die der Vorzugsaktien vermag daran nichts zu ändern. Dies beweist das folgende Beispiel:

**Rhein.-El. A. G.**

| **Dividende:** | **1925** | **1926** | **1927** | **1928** | **1929** | **1930** | **1931** | **1932** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| St.-A. | 8 | 9 | 9 | 9 | 10 | 9 | 5 | 5 |
| Vorz.-A. | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| **Kurse:** | | | | | | | | |
| St.-A. | 53,25 | 164,5 | 158 | 181,5 | 139,5 | 114 | 88 | 94,75 |
| Vorz.-A. | 51 | 92 | 87 | 82 | 80 | 78 | 75 | 82,25 |

Aktien mit Über- oder Superdividende.

Etwas anders liegt der Fall, wenn die Vorzugsaktien mit Superdividende ausgestattet sind. Die sich dann ergebenden Verhältnisse werden an den nachfolgenden Beispielen veranschaulicht:

**Essener Bergwerksverein König Wilhelm [19].**

Die Vorzugsaktien haben eine Superdividende von 5 %. Die Kurse divergieren dann entsprechend, und zwar entspricht dem Mehr der Prioritätsaktien-Renten immer ein entsprechender Kurs a u f schlag auf die Stammaktien. Stellt man die Dividenden den Kursen gegenüber, dann ergibt sich das folgende Bild:

Dividendenzahlungen:

| | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1924 | 1925 | 1926 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Stamm.-A. | 18 | 7 | 12 | 20 | 20 | 12 | 5 | 12 | 12 |
| Prior.-A. | 23 | 12 | 17 | 25 | 25 | 17 | 10 | 17 | 17 |

| 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 |
|---|---|---|---|---|---|
| 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |

Die Kurse waren Ende der betreffenden Jahre:

| | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1924 | 1925 | 1926 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Stamm-A. | 249 | 205 | — | 262 | 322 | 185 | 175 | 132 | 230,3 |
| Prior.-A. | 322 | 287,5 | — | 330 | 387 | 230 | 175 | 178 | 332 |

| 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 |
|---|---|---|---|---|---|
| 229 | 221 | 220 | 210 | 186 | 158 |
| 360 | 310 | 320 | 301 | 298 | 298 |

[19] Schmalenbach, Finanzierungen, S. 250.

**Vereinsbrauerei Rixdorf**[20].

Die Superdividende beträgt für die Vorzugsaktien 2 %. Der Vorzugsaktienkurs liegt regelmäßig über dem Stammaktienkurs, so daß sich folgendes Bild ergibt:

Dividenden und Kurse:

| | 1901 | 1902 | 1903 | 1904 | 1905 | 1906 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Stammdiv. | 12 | 12 | 12 | 14 | 12 | 12 |
| St.-A.-Kurs | 200,40 | 211,20 | 219 | 131,50 | 225 | 214,50 |
| Vorz.-Div. | 14 | 14 | 14 | 16 | 14 | 14 |
| V.-A.-Kurs | 223,50 | 232,65 | 246,40 | 253,80 | 244 | 236,50 |
| Differenz | 23,10 | 21,55 | 26,80 | 22,30 | 19 | 22 |

Beide Beispiele zeigen, daß der Kurs der Prioritätsaktie immer über dem der Stammaktie verläuft. Diese Tatsache ist somit der beste Beweis dafür, daß der Aktienkurs sich schließlich nach dem Ertrag bestimmt.

**Einfache Priorität, aber gleiches Ergebnis.**

Bei einfacher Priorität, d. h. dann, wenn die Prioritätsaktie nur bei geringen Erträgen vor den Stammaktien rangiert, bei hohen Dividenden aber denselben Ertrag zeigt, sind die Aktienkurse die gleichen. Als Beispiel dafür seien die Aktien der Magdeburger Bergwerks-Aktiengesellschaft genannt[21]. Von 1822 bis 1923 wurden bei Dividenden von 11—80 % auf beide Aktiengattungen die Kurse gleichlautend notiert. Nur gelegentlich ergaben sich dadurch, daß einmal bei den Vorzugsaktien, ein andermal bei den Stammaktien an der Börse verschiedenartige Aufträge einliefen, geringe Abweichungen nach oben und unten.

**Dividendenlimitation.**

Wenn neben den normalen Stammaktien noch Aktien mit limitierter Dividende bestehen, so ergibt sich für beide Aktientypen eine Kursentwicklung, die ebenfalls deutlich die Priorität des Ertragsgedankens widerspiegelt. Unterstellt man einen gleichbleibenden, landesüblichen Zins, dann verläuft bei rentierlicher Produktion die Kurslinie der limitierten Aktie in einer geraden. Bei veränderlichem landesüblichen Zinssatz bewegt sich die Aktie entsprechend den Obligationenkursen, die eine gleiche Rendite gewährleisten. Dabei zeigt sich die Tendenz, daß der Obligationenkurs etwas über dem Aktienkurs der limitierten Dividende liegt. Eine Erklärung findet diese Tatsache dadurch, daß eine 6%ige Obligationen-Verzinsung einen siche-

[20] Schmalenbach, Finanzierungen, S. 235/36.
[21] Schmalenbach, Finanzierungen, S. 234.

ren Ertrag bedeutet, als ein 6 %iges Aktienlimit. Denn die Emittenten des Gläubigerpapieres sind zur Zinszahlung verpflichtet, während die Inhaber der limitierten Vorzugsaktien nur einen Ertrag erhalten, wenn das Unternehmen gewinnbringend arbeitet. Im Gegensatz zur Prioritätsaktie bewegt sich die Stammaktie in völlig veränderter Richtung. Sie folgt in ihren Erträgen den Gewinnen des Unternehmens. Schätzungsdifferenzen nach oben und unten ändern an dieser Grundtatsache nichts.

### Dividendenakkumulation.

Das Aktienrecht stellt dem Vorzugsaktionär Nachzahlung der Dividende in Aussicht. Für den Fall, daß kein Gewinn erzielt werden konnte, soll dem Vorzugsaktionär in späteren Jahren ein feststehender Satz nachvergütet werden. Diese Nachvergütungen können in folgender Weise gestaffelt sein [22]:

a) 1. Vorzugsdividende für das laufende Jahr.
   2. Stammdividende für das laufende Jahr.
   3. Nachzahlung rückständiger Vorzugsdividende.

b) 1. Vorzugsdividende für das laufende Jahr.
   2. Nachzahlung rückständiger Vorzugsdividende.
   3. Stammdividende für das laufende Jahr.

c) 1. Nachzahlung rückständiger Vorzugsdividende.
   2. Vorzugsdividende für das laufende Jahr.
   3. Stammdividende für das laufende Jahr.

Diese Nachzahlungsverpflichtung der Gesellschaft kann von großem Einfluß auf den Börsenkurs sein. Ist es wahrscheinlich, daß in den zukünftigen Jahren Nachzahlung geleistet wird, so wird der Vorzugsaktienkurs, je nachdem, wie viele Jahre ohne Dividendenzahlung geblieben sind, bedeutend über dem Börsenkurs liegen. Er wird solange die Tendenz haben, den Börsenkurs der Stammaktie zu übersteigen, als sich aus dem Akkumulationsrecht Vorteile ergeben. Liegt die Dividende der kumulativen Vorzugsaktie unter dem Ertrag der Stammaktie und ist anzunehmen, daß die Zukunft keine Veränderung bringt, dann wird der Kurs der Stammaktie immer über dem Kurs der Vorzugsaktie liegen.

[22] Schmalenbach, Finanzierungen, Leipzig 1928, S. 241/42.

### b) Die einmaligen und gelegentlichen Erträge der Aktien.

#### aa) Der Liquidationsertrag der Aktie.

Nach § 213 HGB.[23] hat der Aktionär, solange die Gesellschaft besteht, nicht das Recht, die Einlage zurückzufordern und damit seinen Liquidationsanteil herauszuverlangen. Eine Liquidation kann praktisch nur eintreten, wenn sie durch die Generalversammlung beschlossen oder infolge von Konkurs notwendig wird. Danach würde also der Liquidationsertrag unmittelbar von Einfluß auf die Kursgestaltung nur sein können bei Eintreten folgender möglicher Fälle der Liquidation:

Der hier sogenannten eigentlichen Liquidation, die in der freiwilligen Auflösung der Gesellschaft besteht,
des Konkurses, bei dem Überschuldung oder bzw. Zahlungsunfähigkeit zur Liquidation zwingen.

Außer in diesen Fällen, in denen hier ein möglicher unmittelbarer Einfluß auf die Kursgestaltung gesehen wird — auf dessen Wesen weiter unten einzugehen ist — spielt in der Literatur noch ein mittelbarer Einfluß des Liquidationserlöses der Aktie eine Rolle. Dabei denkt man — ohne eine eigentliche Liquidation im Auge zu haben — an den Liquidationserlös als Bestimmungsmoment des Substanzwertes und dessen Zusammenhang mit dem inneren Wert der Aktie.

In diesem Falle münden die Überlegungen aber schließlich auch in Ertragswertschätzungen. Sie treten überdies gemeinhin nur unter besonderen Umständen in Erscheinung. Kalveram[24] bemerkt hierzu mit Recht: „Fällt der Ertrag der Unternehmung für längere Zeit unter den normalen Zins, so tritt der Gedanke an den auf die Aktie fallenden Anteil am Gesellschaftsvermögen stärker in den Vordergrund, während der Gedanke an den Ertrag verdunkelt wird." Man kann vielleicht noch etwas weiter gehen und sagen: erst, wenn die Verluste das Kapital angegriffen haben und der Preis der Produkte nicht mehr die proportionalen Kosten deckt, wird der Gedanke der Liquidation als der bestmöglichen Lösung in den Vordergrund

[23] § 213 HGB. besagt: „Die Aktionäre können ihre Einlagen nicht zurückfordern; sie haben, solange die Gesellschaft besteht, nur Anspruch auf den Reingewinn, soweit dieser nicht nach dem Gesetz oder dem Gesellschaftsvertrage von der Verteilung ausgeschlossen ist."

[24] Kalveram, Die Preisbildung am Aktienmarkt. In: Bankwissenschaft, H. 3, 1932, S. 34.

treten. In Meithners Ansicht aber wird das hier vertretene Moment des nur fallweisen Erlangens großer Bedeutung zum Teil übersehen, und es scheint wohl nicht ganz gerechtfertigt, wenn er behauptet: „Außer dem Ertragswert ist noch der voraussichtliche Liquidationswert, das ist der Anteil am Vermögen, der durch das Teilhaberpapier verkörpert wird, nicht selten auf den Preis von Bedeutung [25]."

Solange sich an die Wirtschaftstätigkeit einer Unternehmung hinsichtlich ihrer Rentabilität noch Zukunftshoffnungen knüpfen, orientiert sich der Aktienkurs an diesen. Wenn Zukunftshoffnungen ausgeschlossen erscheinen oder der seltene Fall der Liquidation durch Generalversammlungsbeschluß vorliegt, dann nähert sich der ertragsorientierte Börsenkurs dem substanzorientierten Liquidationswert bzw. dem Barwert der zukünftigen Nutzungen. Diese Tatsache steht mit der hier vertretenen Auffassung des in der Hauptsache ertragsbedingten Börsenkurses nicht im Widerspruch. Der Liquidationswert erscheint dann als der Marktpreis, d. h. als der Preis, der überhaupt noch zu erwartenden Normalnutzungen [26], und der Ertragswert paßt sich ihm so genau an, als das durch Schätzung möglich ist. Der Liquidationswert ist so auch ein Ertragswert, aber an anderer Stelle, d. h. insofern, als der Ertrag jetzt nicht aus der sich kontinuierlich fortsetzenden Geschäftstätigkeit, sondern im wesentlichen aus der Realisierung der Vermögenswerte anfällt.

Bestehen Liquidationsvorrechte, etwa in der Weise, daß nach Befriedigung aller Gläubiger der Vorzugsaktionär seinen Anteil zu pari zurückerhält, oder ihm gar der Emissionskurs ausgezahlt wird, so stellt sich das Liquidationsvorrecht auf diesen garantierten Kurs ein. Allerdings findet die Einstellung nur dann statt, wenn die Liquidation wahrscheinlich ist, soweit Aussicht auf Realisierung der Vermögenswerte vorhanden ist und die Möglichkeit besteht, daß nach Befriedigung aller Gläubiger das Liquidationsvorrecht in vollem Umfange wirksam wird.

In den meisten Fällen wird aber auch der Vorzugsaktionär leer ausgehen, weil die Liquidation fast immer nur eine zwangsweise ist. Bei Zerschlagung der Unternehmung entstehen erhebliche Realisationseinbußen bei den Aktiven, die dem Vor-

[25] Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse, S. 110.

[26] Vgl. Theisinger, Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Bankwissenschaft, H. 11, 1933, S. 162.

zugsaktionär häufig nicht mehr die Möglichkeit lassen, von seinem Liquidationsvorrecht zu profitieren.

Der Einfluß des Liquidationserlöses auf den Börsenkurs der Aktie fügt sich damit im großen und ganzen der hier vertretenen Auffassung des in der Hauptsache ertragsbedingten Börsenkurses ein.

### bb) Der Ertrag aus der Realisation erfolgter Kursveränderungen (Kursgewinn).

Neben dem Dividendenbezug ergibt sich weiter aus den Veränderungen der Kurse der Aktien eine Möglichkeit der Erlangung eines mit dem Aktienbesitz verknüpften Ertrages. Im Falle eingetretener Kurssteigerung kann der Aktionär durch Verkauf der Aktien die Kursdifferenzen realisieren und als Gewinn erlangen.

Die Aktie hat so gewissermaßen einen doppelten Ertragscharakter, dessen zweites Moment, der erhoffte Kursgewinn, im Anschluß an die durch die Inflation erfolgte Popularisierung der Aktie immer größere Bedeutung erlangt hat. Während der Inflation sah man in der Aktie vor allem das Werterhaltungsmittel; der rentenmäßige Ertrag der Aktie spielte nur eine verschwindend geringe oder überhaupt keine Rolle. Auch in den der Marktstabilisierung folgenden Jahren überwog bei weitem das Interesse an der Kursentwicklung [27]. So erscheint auch eine Formulierung wie die, daß der Ertrag der Aktie aus der Dividende und dem Kursgewinn besteht [28], zunächst vertretbar. In dieser Hinsicht macht aber Theisinger mit Recht einige Einschränkungen, die ihn zugleich zur Aufzeigung der Beziehungen des Kursgewinnes zum natürlichen Ertrag der Unternehmungen veranlassen, was hier von besonderer Bedeutung erscheint. Theisinger führt aus: „Diesen Gewinn (Kursgewinn) kritiklos als Ertrag der Aktie zu bezeichnen, geht nicht an. Er hat mit dem natürlichen Ertrag der Unternehmung nichts zu tun, aber doch können die Beziehungen zueinander nicht geleugnet werden. Der Kurs ist zwar Augenblicksergebnis, ist aber auf die Dauer doch an den Unternehmungsertrag gefesselt. Der Kursgewinn ist ein Gelegenheitsertrag der Aktie, ein zeitlich ungebundener Sondergewinn [29]."

[27] Vgl. Kalveram, Finanzierungen, a. a. O., S. 1294.

[28] Ebenda.

[29] Theisinger, a. a. O., S. 63.

In diesem Gewinn ist nur eine Zusatzdividende zu erblicken, in der der im wesentlichen Anlage und dauerndem Ertrag suchende Aktionär ein Aequivalent dafür erblickt, daß er das Streben jeder Unternehmung nach Ausdehnung und das Zurückhalten von Gewinn für die Neuinvestierung anerkennt und sich zeitweise mit einer geringeren Rendite seines in der Aktie angelegten Kapitals begnügt.

Hier ist zunächst die Frage zu untersuchen, ob eine Kurssteigerung auf die Dauer möglich ist, ohne daß eine Dividendenausschüttung erfolgt, obgleich Gewinne erzielt sind. Auszugehen ist dabei von der Tatsache, daß jede Gewinneinbehaltung zum Zwecke der Selbstfinanzierung eine Erhöhung der Ertragskraft der Unternehmung zur Folge haben wird. Für den Aktionär bedeutet dies, daß sein Papier einen größeren Anteil des Unternehmervermögens verkörpert. Wenn der zurückbehaltene Gewinn als Eigenkapital in der Unternehmung werbend mitarbeitet, so ist anzunehmen, daß in der Zukunft ein entsprechend größerer auf die einzelne Aktie entfallender Ertrag zur Ausschüttung kommt. Insofern ist es möglich, daß der Kurs der Aktie als kapitalisierter Wert der in Zukunft erwarteten höheren Nutzungen eine Steigerung erfährt. Nur, wenn sich auf die Dauer zeigt, daß die gehegten Erwartungen nicht eintreten, d. h. eine Dividendensteigerung nicht erfolgt, dann wird auch der Kurs wieder absinken. Der hier vertretene Standpunkt kommt auch in einer Äußerung des Instituts für Konjunkturforschung zum Ausdruck: „Allerdings geben die jeweiligen Dividendensätze nicht in allen Fällen vollständigen Aufschluß über die Ertragslage und die Ertragsfähigkeit der Unternehmung. Bevor im Zuge der Ertragssteigerung an eine Dividendenerhöhung gedacht wird, werden viele Unternehmer bestrebt sein, durch reichliche Abschreibungen und Rückstellungen die Krisenfestigkeit der Gesellschaften zu erhöhen. So ist in Zeiten steigender Produktion die Ertragsfähigkeit der Unternehmungen häufig größer, als es der der letzten bekanntgegebenen Dividende entspricht. Sollte allerdings die Erwartung der Börse auf weitere Erhöhung des Dividendensatzes nicht in Erfüllung gehen, so besteht die Gefahr eines späteren Rückschlages der Aktienkurse [30]."

Die gelegentliche Realisierung eines Kursgewinnes geschieht also immer aus Ertragserwägungen heraus. Etwa eintretenden

[30] Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrg., Nr. 31, Berlin 1935, S. 128.

bedeutenderen Kursschwankungen durch ein größeres Ausmaß so erfolgender Realisationen liegt dann eine veränderte Meinung über die Zukunftserträge der Aktie zugrunde. Die dem Entschluß zu Kauf oder Verkauf vorangegangene Bewertung der Aktie ist, sowohl auf die Interessen des Aktienbesitzers als auch auf die Bestimmung des Wertes der Aktie allein bezogen, e r t r a g s b e d i n g t.

Nun geschieht die Realisation von Kursgewinnen aber auch in weitem Maße aus ganz anderen Erwägungen heraus durch die sogenannte Spekulation. Sie „handelt nicht in der Absicht, die Wertpapiere zur dauernden Kapitalanlage zu erwerben, sondern sie kauft, um später mit Gewinn zu verkaufen, und sie verkauft, um bald wieder zu günstigen Kursen zurückzukaufen [31]". Die Grundeinstellung zur Aktie ist also beim Spekulanten eine ganz andere; „er sucht seinen Vorteil im ewigen Wechsel des Preises und gelangt zum Ziel durch das Verdienen der Kursdifferenzen und durch die Vielheit der Geschäfte [32]".

Welche großen Möglichkeiten in dieser Hinsicht für die Spekulation vorhanden sind, zeigt eine Gegenüberstellung der Höchst- und Niedrigstkurse auch nur einiger Papiere, wobei die möglichen Kursdifferenzgewinne oft weitaus größer sind als die Summe aller in der Zwischenzeit gezahlten Dividenden.

**Gewinnchancen eines Haussiers.**

| Niederstkurs 1925 | Höchstkurs 1927 | Gewinn [33] 1925/27 | Gesamtdivid. 1925—1927 | Gesellschaft |
|---|---|---|---|---|
| 119 | 302 | 183 | 34 | Berl. Hand.-Ges. |
| 102 | 301 | 199 | 34 | Darmst. u. Nat.-B. |
| 44,5 | 178,5 | 134 | 14 | Hapag |
| 26 | 148,9 | 122,9 | 5 | Buderus |
| 16,5 | 147 | 130,5 | 0 | Daimler |
| 35,5 | 241 | 205,5 | 14 | Holzmann |
| 71,2 | 372 | 300,8 | 24 | Ilse Bergbau |
| 47,7 | 213,5 | 165,8 | 12 | Klöckner |
| 110 | 235 | 225 | 29 | Rh. Braunkohle |
| 65,0 | 339,2 | 274,2 | 28 | Siemens u. Halske |
| 210 | 739 | 529 | 48 | Ver. Glanzstoff |
| 60,2 | 329 | 268,8 | 36 | Wandererwerke |

[31] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 3.
[32] Theisinger, a. a. O., S. 89.
[33] Bei den angegebenen Gewinnbeträgen handelt es sich um den

**Gewinnchancen eines Baissiers.**

| Höchstkurs 1927 | Niederstkurs 1931 | Gewinn[34] 1927/31 | Gesamtdivid. 1927—1931 | Gesellschaft |
|---|---|---|---|---|
| 163 | 38 | 125 | 36 | Dresdner Bank |
| 154 | 25,9 | 128,1 | 30 | Nordd. Lloyd |
| 325 | 25 | 300 | 35 | B. M. W. |
| 632 | 43 | 589 | 36 | I. P. Bemberg |
| 98 | 10,7 | 87,3 | 0 | Stemler |
| 278 | 30 | 248 | 12 | Harpener Bergbau |
| 108,5 | 16 | 92,5 | 17 | Orenstein u. Koppel |
| 153,5 | 19,2 | 134,3 | 29 | Phönix Bergbau |
| 272,7 | 34,9 | 237,8 | 31,5 | Rhein. Stahlwerke |
| 151 | 20 | 131 | 17 | Rütgerswerke |
| 106,7 | 44 | 62,7 | 22 | Ver. Stahlwerke |
| 329 | 27,5 | 301,5 | 18 | Wandererwerke |

Von der Tätigkeit der Spekulation geht ein starker Einfluß auf die Kursgestaltung aus, und es ist zu untersuchen, welche Bestimmungsmomente der Bewertungsgrundlage der Aktie in diesem Falle maßgebend sind.

Der Ertrag der Aktie scheint hier zunächst fast ohne jede Bedeutung zu sein. Der Spekulant hat kein unmittelbares Interesse an der Dividende der Aktien. Er spekuliert auf Kursgewinne. „Der dividendenmäßige Ertrag der Aktie interessiert ihn nicht oder nur insoweit, als er Berechnungsgrundlage für sein Schauen in die Zukunft ist[35]."

Diese Notwendigkeit der mittelbaren Berücksichtigung der Rendite der Aktien auch für die Wertschätzung der Aktie durch die Spekulation, die für die hier vertretene Grundauffassung von größter Bedeutung ist, ergibt sich aus folgenden Zusammenhängen:

„Jeder Kauf oder Verkauf aus spekulativer Absicht begründet die Notwendigkeit, über kurz oder lang einen Umsatz gleichen Umfangs aber entgegengesetzter Richtung vorzunehmen, also dem Kauf einen Verkauf, dem Verkauf einen Kauf folgen zu lassen. Jede spekulative Betätigung trägt deshalb

---

theoretisch höchsten Gewinn, der in der Praxis nicht erzielt wird und in welchem Dividende, sowie Zins- und Prolongationskosten nicht berücksichtigt sind.

[34] Hier gilt dasselbe, was von den Gewinnchancen des Haussiers gesagt wurde. Siehe Anmerkung S. 68.

[35] Theisinger, a. a. O., S. 89.

den Keim ihrer Korrektur in sich[36]." Die Glattstellung, zu der die Spekulation früher oder später also unausweichlich gezwungen ist, kann aber nur so vor sich gehen, daß sich die Kontrahenten für die Engagements der Spekulation, wenn auch vielleicht unter Zwischenschaltung mehrerer erst später engagierter anderer Spekulantengruppen, wie z. B. auch des mit Eigenkapital spekulierenden Publikums, in letzter Linie aus dem nicht spekulierenden Publikum finden. Dessen Erwägungen sind aber ertragsbedingt und da darnach „die Höhe des Kurses der Papiere im wesentlichen von der Dividende, die die betreffende Gesellschaft verteilen wird, abhängig ist, so richtet sich das Interesse der Spekulanten für das einzelne Papier vornehmlich darauf, die Höhe der zu erwartenden Dividende zu erforschen[37]". Der Spekulant „weiß eben, daß der Kapitalist bei einer Veränderung des allgemeinen Zinssatzes — des landesüblichen Zinssatzes — mit einer entsprechend anderen Verzinsung seiner Anlagen rechnet, und daß das anlagesuchende Kapital gleichfalls die der jeweiligen Geldmarktlage angepaßten Zinssätze zum Ausgangspunkt seiner Überlegungen macht[38]".

So muß also die Spekulation, um die Glattstellung ihrer Engagements durch das Publikum gesichert zu wissen, in ihrer Bewertung der Aktie ebenfalls alles berücksichtigen, was jetzt oder in Zukunft von Einfluß auf die finanziellen Verhältnisse der betreffenden Gesellschaften und damit der Ertragsmöglichkeiten ihrer Aktien sein wird oder werden könnte.

Mittelbar ist somit auch bei der Spekulation das Ertragsprinzip Bestimmungsmoment der Bewertungsgrundlage der Aktie.

---

[36] Donner, Kursbildung, a. a. O., S. 68.

[37] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 149.

[38] Ebenda, S. 141.

## III.

# Die Eingliederung der die Ertragswertschätzung mittelbar beeinflussenden Faktoren

Nachdem die Betrachtung der unmittelbaren Wirksamkeit des Ertragsprinzips in den dauernden, gelegentlichen und einmaligen Ertragsfaktoren zu der Feststellung geführt hat, daß die unter dem Gesichtspunkt des genannten Prinzips zustande kommenden Überlegungen der Marktparteien besonders auf die Dauer gesehen, als die weitaus überragende kursbildende Kraft anzusprechen sind, ist es noch notwendig, die Natur und Bedeutung etwa vorhandener weiterer Einflüsse klarzustellen. Sie machen sich in der auf kurze Zeiträume bezogenen Kursentwicklung, wie etwa den Schwankungen von Tag zu Tag bis von Monat zu Monat oder beim Vergleich der Kursentwicklung mehrerer Monate in mannigfacher Weise und in den verschiedensten Formen geltend.

Betrachtet man die Vielzahl der in Untersuchungen über die Bestimmungsgründe der Kursbildung am Aktienmarkt genannten Faktoren dieser Art (wie: Einfluß der Wirtschafts- und Kreditlage, persönliche, börsentechnische, politische und sonstige außerwirtschaftliche Faktoren) unter dem Gesichtspunkt der Herausschälung eines etwaigen Zusammenhangs ihrer Wirksamkeit mit dem Ertragsprinzip, so tritt dieser am klarsten bei einer Gruppe von Faktoren zu Tage, die hier mit Donner die kreditären Faktoren der Kursbildung [1] genannt werden.

### 1. Der Zusammenhang der kreditären mit den ertragsmäßigen Faktoren der Kursbildung.

Es handelt sich hier um Einflüsse, die sich aus der Lage auf den Kreditmärkten, also dem Geld- und Kapitalmarkt ergeben. Dabei genügt es hier, die Unterschiede zwischen den genannten

[1] Donner, a. a. O., S. 5 und S. 23.

beiden Märkten in einfachster Weise nach Prion darin zu sehen, daß der Geldmarkt den Markt für kurzfristige und der Kapitalmarkt den Markt für langfristige Leihkapitalien darstellt[2]. Es bestehen Wechselbeziehungen zwischen der Kursgestaltung am Aktienmarkt und den sich auf dem Geld- und Kapitalmarkt herausbildenden Verhältnissen.

Da auch zwischen Geld- und Kapitalmarkt stets Wechselwirkungen in der Weise vorhanden sind, daß die Verzinsung als Regulator der einzelnen Märkte wirkt[3], ist es meist eine Verbindung von Einflüssen aus der im landesüblichen Zinssatz zum Ausdruck kommenden Gestaltung beider Märkte, die die Kursgestaltung beeinflussen. Daneben sind aber auch Einflüsse vorhanden, die vorwiegend von dem einen oder dem anderen Markte ausgehen.

So bestimmt z. B. die Lage des Geldmarktes weitgehend die Versorgung der Spekulanten mit Kredit[4], aber auch den Zins für Spekulationsgeld, der damit Maßstab des Spekulationsgewinns wird.

Eine einschneidende Einschränkung (Restriktion) der Börsenkredite kann zu überstürzten Aktienverkäufen führen, wodurch das Kursniveau plötzlich und in einem Ausmaße sinken kann, daß dadurch jede Ausrichtung der Kursgestaltung nach dem Ertragsprinzip außer Kraft gesetzt ist. Das war z. B. an dem bekannten „schwarzen Freitag" am 13. Mai 1927 der Fall. Die Banken hatten damals bekanntgegeben, daß sie „die börsenmäßige Report- und Termingeldhergabe bis zur Medio-Juni-Liquidation um 25 v. H. vermindern und an den darauf folgenden Terminen weitere Einschränkungen vornehmen[5]" würden[6]. Es mag dahin gestellt bleiben, ob das nach Donner in allen solchen Fällen durch eine besondere Lage des Geldmarktes veranlaßte Eingreifen der Banken[7]) in diesen oder ähnlichen Fällen neben der Sorge um die Erhaltung ihrer Liquidität nicht mit von der Erwägung bestimmt war, daß die Kurse sich in zu großem Gegensatz zu den Ertragschancen der Aktien befanden und man noch größere Rückschläge bei einer weiter in

[2] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 140.

[3] Meithner, a. a. O., S. 64.

[4] Vgl. Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 140.

[5] Benning, Der „schwarze Freitag". Eine Untersuchung des Börseneingriffes vom 13. Mai 1927. Münchener Volkswirtschaftliche Studien. Neue Folge, H. 6, Jena 1928, S. 93.

[6] Donner, a. a. O., S. 34.

[7] Siehe auch S. 21 (Fußnote 3) dieser Arbeit.

die Irre getriebenen Kursentwicklung vorsorglich vermeiden wollte.

Im übrigen sind die plötzlichen Kursveränderungen auf Grund von Börsenkreditrestriktionen nur eine Form — die extremste — der modifizierenden Wirkung der Effektenkredite auf die Kursbildung, die nicht geleugnet werden soll. Die Modifikation der Kursbildung durch im wesentlichen von der Spekulation in Anspruch genommene Börsenkredite, die sowohl in der Richtung einer Milderung als auch Verschärfung der jeweiligen Tendenz der Kursbewegung liegen kann, schließt aber die grundsätzliche Wirkung des Ertragsprinzips nicht aus.

Auch die Spekulation beachtet in ihrer Entschlußbildung für ihre Tätigkeit in gewisser Weise die Wirksamkeit des Ertragsprinzips, wie dies z. B. Prion mit folgenden Worten hervorhebt: „Obwohl der Spekulant kein unmittelbares Interesse an der Rentabilität der Aktien hat — er spekuliert auf Kursgewinne —, so bildet doch auch diese unter Umständen die Grundlage seiner Spekulation."

So sind die Auswirkungen der Geldmarktlage in diesem Falle, wo sie sich auf dem Wege über die kursmodifizierende Wirkung der Spekulation als kurgestaltender Faktor am Aktienmarkt geltend macht, nicht ohne Zusammenhang mit der Wirksamkeit des Ertragsprinzips.

Die ausschließlich oder doch vorwiegend vom Geldmarkt auf die Aktienkursgestaltung ausstrahlenden Einflüsse sind damit noch nicht erschöpft. Der Geldmarkt wirkt nach Donner auch „unmittelbar auf den Aktienmarkt, indem z. B. hohe Geldsätze das Aktienkursniveau drücken [8]". Außerdem ist nach dem gleichen Autor noch eine mittelbare Wirkung auf den Aktienmarkt festzustellen. Sie besteht in der Hervorrufung „von Veränderungen in Produktion, Absatz, Warenpreisen usw...., die ihrerseits auf den Aktienmarkt rückwirken [9]".

Donner hat nun untersucht, ob eine entscheidende Abhängigkeit der Aktienkursbewegung vom Geldmarkt ohne — und das ist für die Zwecke dieser Arbeit besonders wichtig — den Weg über die Rentabilitätseinflüsse vorliegt, indem er diese in einer eingehenden Untersuchung ausschaltete und eine isolierende Betrachtung anstellte [10]. Das Ergebnis bestätigt aber die hier vertretene Auffassung; denn Donner stellte abschließend fest:

[8] Donner, a. a. O., S. 33.
[9] Donner, a. a. O., S. 33.
[10] Donner, a. a. O., S. 34—36.

„Die Zinskurve des Geldmarktes erlaubt nie für sich allein, sondern immer nur in Verbindung mit der Rentabilitätsgestaltung Aussagen über die Entwicklungstendenzen am Aktienmarkt ... Um aus einer veränderten Lage des Geldmarktes Rückschlüsse auf den Aktienmarkt ziehen zu können, ist es zuvor notwendig, zu entscheiden, ob der Umschwung am Geldmarkt ausreichen wird, die Ertragschancen der Unternehmungen entscheidend zu ändern. Nur wenn dies der Fall ist, rechtfertigt sich der Schluß auf einen endgültigen Umschwung auch der Kurse [11]."

Der Geldmarktzinssatz liegt in der Regel unter der Rendite der Aktien; beginnen bei hohen Zinssätzen die Dividenden vergleichsweise zu sinken, so ergibt sich daraus ein Antrieb zur Senkung der Kurse, während ein Steigen der Dividenden bei niedrigen Zinssätzen die Grundlage für einen Kursauftrieb abgibt. „Die Perioden langanhaltender und starker Aktienhausse waren allemal Perioden, in denen die steigenden Dividenden mit entweder unverändert tiefen oder, obschon steigenden, so doch unter-durchschnittlichen Zinssätzen zusammenfielen. Die Perioden ausgesprochener Aktienbaisse waren durch sinkende Dividenden bei steigenden, unverändert hohem oder überdurchschnittlich hohen Geldsätzen gekennzeichnet [12]."

In dieser Wechselwirkung kommt das Ertragsprinzip schon insofern zur Geltung, als das Steigen oder Sinken der Aktienkurse (allerdings über längere Zeiträume hinweg) in deutlichem Zusammenhange damit steht, daß die jeweilige Rendite der Aktien dem Zinssatz gegenüber hoch oder niedrig erscheint. Für die Anstellung dieses Vergleichs ist aber der Zinssatz des Geldmarktes allein nicht ausschlaggebend, sondern auch der landesübliche Zinsfuß.

Als engere Konkurrenzmärkte für den Aktienmarkt kommen die Märkte langfristiger Anlagen (und zwar vor allem der Obligationenmarkt) stärker als der Geldmarkt in Betracht. Die beobachtete Wechselwirkung muß daher noch einmal unter Berücksichtigung eines Vergleiches der Aktienrendite mit der Obligationenrendite und Einbeziehung der Geld- und Kapitalmarktverhältnisse als Gesamtheit betrachtet werden, weil der landesübliche Zinsfuß hieran gemessen wird. Dabei wird es hier aber genügen, lediglich darauf besonders zu achten, ob zwischen Aktien- und Obligationenrendite ein Verhältnis be-

[11] Donner, a. a. O., S. 37.

[12] Donner, a. a. O., S. 38.

steht, durch das die Gestaltung der Aktienkurse der Wirkung des Ertragsprinzips entsprechend gerechtfertigt erscheint.

Im Verlaufe der bisherigen Darstellungen ist schon die Bedeutung des Kapitalisierungszinssatzes für den Ausfall des Vergleiches zwischen Aktienrendite und den bei anderer Kapitalanlage erzielbaren Erträgen gestreift worden. Der Durchschnittsertrag der Aktie müßte danach mindestens dem Durchschnittsertrag der festverzinslichen Papiere gleichkommen, ihn in der Regel aber übersteigen, da die Anlage von Kapitalien in Aktien mit ungewissem Ertrag einen Zuschlag für das erweiterte Risiko angemessen erscheinen läßt [13].

In der Vorkriegszeit lag die Aktienrendite auch tatsächlich „regelmäßig um etwa 1,4 % p. a. höher als die Obligationenrendite [14]". Damit rechtfertigte die damalige Kursgestaltung durchaus die hier vertretene Auffassung von der vornehmlichen Wirksamkeit des Ertragsprinzips, soweit die Renditeerwägungen für diesen Nachweis in Frage kommen. In der Nachkriegszeit sind diese Verhältnisse allerdings umgeworfen worden. Insbesondere konnten in der Inflationszeit Renditeerwägungen nicht zum Ausdruck kommen. Donner stellt hierzu fest: „Eine völlige Störung des üblichen Gleichgewichts zwischen Aktienrendite und Zinsniveau auch über längere Fristen ergibt sich in Perioden der Valutazerrüttung. Das Ertragsmoment, auf dessen zentraler Stellung die Tendenz zur Überbrückung etwa vorhandener Zinsgefälle beruht, verliert dann an Bedeutung [15]."

Die „Flucht in die Sachwerte" beherrscht in diesem Falle die Kursgestaltung der Aktien. Ihr rentenmäßiger Ertrag näherte sich in dieser Zeit, wie dies in einer Untersuchung über die deutsche Effektenbörse von 1923 bis 1925 festgestellt wurde, dem Nullpunkt; denn die Durchschnittsdividende ist in den Jahren 1918 bis 1922 ohne und mit Berücksichtigung der Geldentwertung durch folgende Ziffern gekennzeichnet [16].

---

[13] Theisinger, a. a. O., S. 48.

[14] Wochenberichte des Inst. f. Knj. Fschg. 8. Jahrg., Nr. 31, vom 7. Aug. 1935, S. 128.

[15] Donner, a. a. O., S. 17.

[16] R. Schmidt, Die deutsche Effektenbörse von 1923 bis 1925. Frankfurter Dissertation 1927, S. 41.

**Durchschnittsdividende ohne Berücksichtigung der Geldentwertung.**

| Jahr: | 1912 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Durchschnitts-dividende: | 11,3 | 13,3 | 14,9 | 18 | 24 | 118,9 % |

**Durchschnittsdividende mit Brücksichtigung der Geldentwertung.**

| Jahr: | 1912 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Durchschnitts-dividende: | 11,3 | 5,2 | 3 | 1,8 | 1,4 | 0,13 % |

Trotz dieser geringen Rentabilität behielten die Aktien vor allem wegen ihres Charakters als Teilhaberpapiere unter der Wirkung der Sachwertpsychose ihre Anziehungskraft. Je mehr in den Jahren 1919 bis 1923 die Kaufkraft der deutschen Währung sank, in desto größerem Maße wurden freie Mittel in Sachwerten und sie repräsentierenden Aktien angelegt, „wobei", wie Prion festgestellt hat, „keine noch so geringe Rentabilität gegenüber der Hoffnung auf Substanzerhaltung Grund zur Zurückhaltung bietet [17]".

Aktienrendite und Zinsniveau verlaufen in dieser Zeit in grundsätzlich entgegengesetzter Richtung, das Ertragsprinzip scheint im üblichen Sinne völlig ausgeschaltet zu sein. Dennoch wirkt es aber auch in diesem Falle, nur in gänzlich anderer Weise. Die Hoffnung auf Substanzerhaltung, die die freien Mittel ohne jede Rücksicht auf sonst erzielbare Zinserträge in die Aktienanlage treibt, basiert doch auf nichts anderem, als dem Wunsche der Vermeidung von Vermögensverlusten, und wenn man in der Aktienanlage die größeren Chancen hierfür erblickt, so handelt es sich im Grunde genommen auch um eine Ertragswertschätzung, nur in dem Sinne, daß die Aktie dann als Mittel zur Vermeidung sonst unausweichlicher größerer Verluste angesehen wird.

Nun blieben aber die Beziehungen zwischen Aktienrendite und Zinsniveau auch nach der Stabilisierung noch so, daß die Rentabilität des in Aktien angelegten Kapitals in den Jahren 1924—1928 an anderen Anlagen gemessen recht gering war. Die Kurse der Aktien erschienen, an der Rendite gemessen, unge-

[17] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 229.

rechtfertigt [18]. Auch hier liegt aber keine grundsätzliche Außerkraftsetzung des Ertragsprinzips vor. Das angedeutete Mißverhältnis ist zunächst schon seit 1924 in steter Rückbildung begriffen. Bei einem Rückblick, der die Jahre mit dieser Erscheinung als Gesamtheit umfaßt, spielt diese Divergenz nur noch eine wenige bedeutsame Rolle [19]. Außerdem läßt sie sich in einer Weise erklären, die mit der behaupteten Wirkung des Ertragsprinzips durchaus in Einklang zu bringen ist.

Die besprochene Erscheinung findet nach Prion ihre Erklärung in folgendem:

„Hierbei spielen die Nachwirkungen aus der Goldmarkumstellung noch ebenso mit wie die positiven und negativen Ergebnisse der Rationalisierung. Alles dies läßt sich von außen her nur schwer erkennen; insbesondere die Auswirkung auf die wirkliche Gewinn- und Verlustrechnung schwebt für den Außenstehenden ganz in der Luft. Zum mindesten glaubt er als sicher annehmen zu dürfen, daß die gezahlten Dividenden eben nicht als eine maßgebliche Grundlage für die Rentabilitätsberechnung angesehen werden können, soll heißen: daß die zukünftige Rentabilität noch ungewiß ist. Wenn die Börse diese Ungewißheiten zeitweilig nach der Richtung hin auszulegen sich bemühte, daß die Zukunft günstiger werden müsse, so konnte das angesichts der Betonung der scharfen Zusammenlegung des Kapitals und der zu erwartenden Rationalisierungsergebnisse, von denen es immer hieß, daß sie sich in Zukunft einstellen würden, nicht weiter wundernehmen [20]."

Selbst wenn also das Auseinanderklaffen von Aktienrendite und Zinsniveau auch für längere Zeit als Tatsache bestand, und die Kursentwicklung so gewissermaßen „falsch" war, weil die in den Kursen vorweggenommene Steigerung des Ertrages das vorzeitige hohe Kursniveau nicht rechtfertigte, war die Kursentwicklung doch keineswegs in Außerachtlassung des Ertragsprinzips erfolgt.

Eine Betrachtung des Vergleichs der Aktien- und Obligationenrendite bis in die jüngste Zeit zeigt, daß sich immer wieder die Tendenz zu einer Annäherung des Standes beider Renditen bemerkbar macht [21].

[18] Vgl. Horwitz, a. a. O., S. 40—42 und Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 242.
[19] Vgl. Donner, a. a. O., S. 19 u. S. 45 dieser Arbeit.
[20] Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 244.
[21] Wochenbericht des Instituts f. Konj.-Forschg., 8. Jahrg., Nr. 31, Berlin 1935, S. 128.

**Aktienrendite und Obligationenrendite.**

| Zeit | Aktienrendite | Obligationenrendite |
|---|---|---|
| | % p. a. | |
| 1900—1913 | 5,14 | 3,71 |
| 1913 | 5,43 | 4,09 |
| Ende 1926 | 3,35 | 7,29 |
| „ 1927 | 4,44 | 7,62 |
| „ 1928 | 4,99 | 7,19 |
| „ 1929 | 6,58 | 7,54 |
| „ 1930 | 8,90 | 7,25 |
| Sept. 1931 | 12,37 | 8,52 |
| Juni 1932 | 6,70 | 9,93 |
| Ende 1932 | 4,18 | 7,86 |
| „ 1933 | 4,16 | 6,70 |
| „ 1934 | 3,86 | 6,40 |
| Juni 1935 | 3,68 | 4,72 |

Die Aufstellung zeigt erstens, daß die Aktienrendite in der Vorkriegszeit die Obligationenrendite überragte. Nach Beendigung der Inflationszeit zeigte sich, wie das Institut für Konjunkturforschung errechnet hat, bis 1929 eine Umkehrung dieses Verhältnisses, „wohl infolge nachwirkender Inflationserfahrungen und vielleicht auch infolge mangelnder Kurspflege an den Rentenmärkten eingetreten". Die gedrückten Obligationenkurse sind weiter aber auch aus der zweifelhaften Sicherheit heraus zu erklären, die derartigen Papieren in dieser Zeit anhaftete. So hob sich aber die Aktienrendite bis zum Jahre 1929 dauernd, während die Obligationenrendite sich nicht wesentlich veränderte. Für die Jahre 1930/31 ist die Vorkriegsrelation wieder festzustellen.

Mit dem Zusammenbruch der Kreditmärkte im Jahre 1931, der das Vertrauen insbesondere zu den Rentenwerten untergrub und infolge eingetretener Kursstürze die Obligationenrendite höher trieb, übersteigt diese wieder die Aktienrendite. Dieses Verhältnis ist bis in die neueste Zeit hinein in Rückbildung begriffen. Mitte des Jahres 1935 überstieg die Obligationenredite die Aktienrendite nur noch um 1,4 %.

Die Betrachtung der kreditären Faktoren, die hier in der Beleuchtung der von der Geld- und Kapitalmarktseite her auf die Kursgestaltung der Aktien ausstrahlenden Einflüsse vorgenommen wurde, läßt also den Schluß zu, daß die gewöhnlichen Ein-

flüsse vom Geldmarkt her ohne weiteres die Wirkung des Ertragsprinzips bestätigen.

Das gleiche läßt sich von den Einflüssen von der Kapitalmarktseite her sagen, wenn man von der bereits besprochenen Erscheinung des zeitweisen Verharrens der Aktienrendite unter derjenigen für festverzinsliche Werte absieht. Bemerkenswert ist hier noch ein Ergebnis neuerer Forschungen, durch die die bisher allgemein verbreitete und für gültig angenommene These einer Konträrbewegung der Kurse des Aktien- und Rentenmarktes als irrig nachgewiesen wurde. Es besteht keine Konkurrenzsituation zwischen dem Renten- und Aktienmarkt in der Art, daß das Abströmen von Kapitalien von dem einen Marktgebiet zum anderen die Kursbewegung entgegengesetzt verlaufen ließe. Donner hat diese nach ihm „im breiten Publikum, bei den Depositenkassenvorstehern und bei den Börsenbesuchern — fast allgemein, bei den Bankiers und in der Literatur nicht selten [22]" anzutreffende Annahme auf Grund einer umfassenden historischen Analyse mit folgender Argumentation widerlegt, die, wie gesagt, bemerkenswerte neuere Erkenntnisse vermittelt und hier insofern von Bedeutung ist, als auch die berichtigte Aufweisung der Zusammenhänge zwischen Renten- und Aktienmarkt die Wirkung des Ertragsprinzips bestätigt.

Nach Donner gilt folgendes [23]:

Die Abwägung der Rentabilitätsaussichten, die sowohl für den Renten- als auch für den Aktienmarkt das Hauptanlagemotiv darstellen, ist nicht notwendigerweise von einer mechanischen Kapitalumlagerung in der Weise begleitet, daß etwa bei einem vorhandenen Kursauftrieb am Aktienmarkt die „uninteressanten" Rentenpapiere gegen Aktien getauscht werden und ein Impuls am Aktienmarkt einen Kursdruck am Rentenmarkt auslöst, während eine Kurssenkung am Aktienmarkt durch Flucht in die Rentenpapiere verschärft wird. Selbst wenn eine Kapitalumlagerung dieser Art stattfindet, hat sie doch nicht immer die angenommenen Folgen, da beispielsweise ein Konjunkturaufschwung immer mit einer Expansion des Kreditvolumens einhergeht und ein Mehr für den einen Markt durchaus nicht immer ein Minus für den anderen bedeuten muß, und unabhängig von etwaigen Kapitalumlagerungen können die Effektenmärkte in allen ihren Teilen gleichzeitig einen Auftrieb nehmen.

[22] Donner, a. a. O., S. 38.
[23] Donner, a. a. O., S. 37—42.

Auch unter diesen Umständen behält das Ertragsprinzip seine volle Bedeutung für die Aktienkursbildung. Geht wie gewöhnlich der Beginn einer Produktionssteigerung mit noch sinkendem Kapitalzins (also steigenden Rentenkursen) einher, so macht sich auf dem Aktienmarkt ein doppelter Antrieb bemerkbar, der aus gebesserter Produktion, das ist gebesserter Rentabilitätslage und der aus gebesserter oder doch unverminderter Kreditflüssigkeit. Hat sich bei ausgedehnterer Wirtschaftstätigkeit, begleitet von einer erhöhten Investitionstätigkeit, infolge dieses Vorganges eine Verknappung der Kreditmärkte eingestellt, und sinken aus diesem Grunde die Rentenkurse bei steigendem Kapitalzinssatz, so gilt auch für die Gestaltung der Situation am Aktienmarkt das Ertragsprinzip unter folgenden Gesichtspunkten.

Entscheidend ist dann, „ob und in welchem Maß aus der Zinssteigerung auf eine Verminderung der Ertragschancen der Unternehmungen geschlossen werden kann. Sind die Ertragschancen nicht oder kaum berührt worden, so wird sich die Aufwärtsbewegung der Aktienkurse fortsetzen, gedämpft höchstens durch den infolge gestiegener Zinssätze erhöhten Kapitalisierungsfaktor [24]".

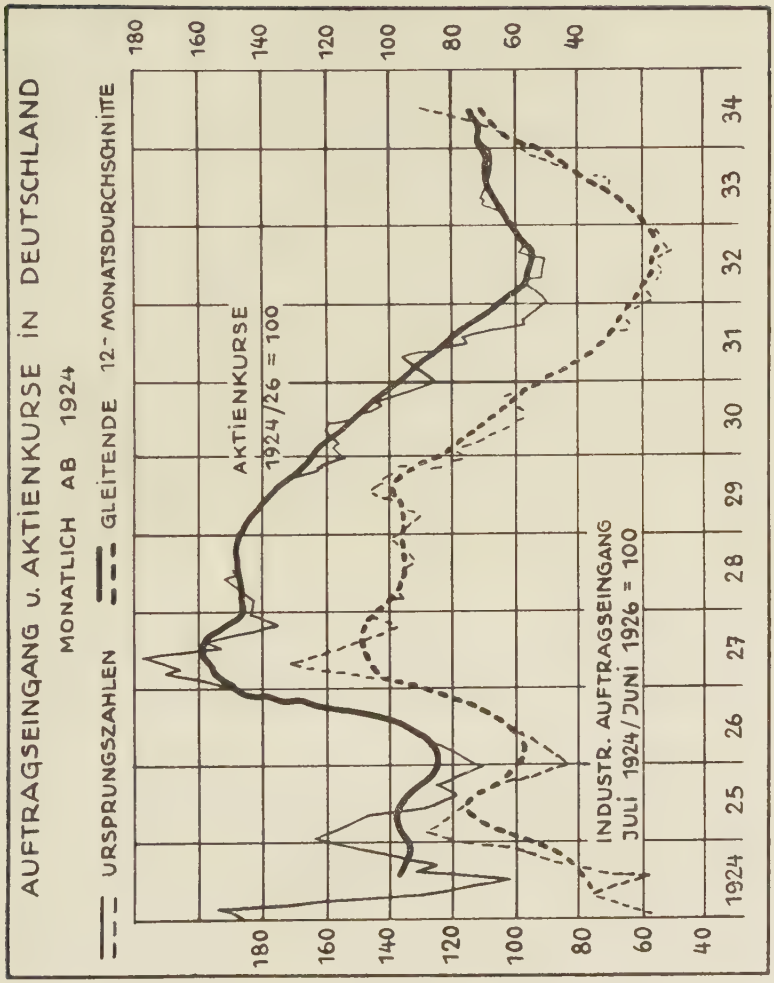
In Zeiten absinkender Konjunktur bewirkt der Kausalzusammenhang zwischen Zinssatz und Rendite die Herausbildung entsprechender Verhältnisse, die ebenfalls auf die Wirksamkeit des Ertragsprinzips hindeuten.

## 2. Der Einfluß der allgemeinen Wirtschaftslage.

An anderer Stelle der Arbeit [25] ist unter anderem darauf hingewiesen worden, daß die Spekulation mit großem Eifer alles verfolgt, was jetzt oder in Zukunft von Einfluß auf die finanziellen Verhältnisse der Aktiengesellschaften sein wird. Ähnliche Überlegungen stellen natürlich alle an der Aktienkursbildung interessierten Personen an. Der Ausgangspunkt ist dabei immer der, sich ein möglichst zutreffendes Bild „von der gegenwärtigen Wirtschaftslage im allgemeinen zu machen und daraus unter Benutzung aller sonstigen wißbaren Umstände Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu ziehen [26]".

[24] Donner, Kursbildung, a. a. O., S. 38.
[25] Siehe S. 40 ff. dieser Arbeit.
[26] Prion, a. a. O., S. 146.

Zum großen Teil sind diese Überlegungen allerdings schon in denjenigen Erwägungen enthalten, die man aus der jeweiligen Lage des Geld- und Kapitalmarktes zieht; denn dieser selbst spiegelt am ehesten den allgemeinen Wirtschaftsverlauf wider. So haben auch unsere letzten Ausführungen schon zu einer teilweisen Einbeziehung der in der Gestaltung der allgemeinen Wirtschaftslage enthaltenen kursbildenden Einflüsse geführt, indem bei der Betrachtung der kreditären Faktoren die Konjunkturschwankungen erwähnt und behandelt wurden. Ohne eine Symptomatisierung der in der Gestaltung der allgemeinen Wirtschaftslage enthaltenen kursbildenden Einflüsse vorzunehmen, die wegen der teilweisen Überdeckung mehrerer Erscheinungen doch unvollkommen bleiben muß — seien als weitere Symptome kursbeeinflussender Art, Lage, Entwicklung von Handel und Industrie, Produktionsgestaltung, Preisgestaltung am Warenmarkt genannt. Sie alle wirken sich über die Unernehmung aus, und zwar in dem Sinne, daß sie deren Rentabilität beeinflussen. So steht z. B. die Linie der Kursentwicklung am Aktienmarkt in engem Zusammenhang mit der der Auftragseingangsindexziffer, was nebenstehende graphische Darstellung veranschaulicht:




Graph. Darstellung von Donner S. 11.

Nun ist zwar nach Donner die Repräsentationskraft der Auftragseingangsindexziffer nicht sehr groß, dennoch ist es aber von dem in dieser Arbeit vertretenden Standpunkt aus wichtig, mit Donner festzustellen: „In Deutschland waren alle Börsenumschwünge seit 1924 von einem etwa gleichzeitigen Umschwung des industriellen Auftragseingangs begleitet[27]."

[27] Donner, a. a. O., Seite 11.

Die Ziffer des Auftragseingangs kann aber zweifellos als eine der Grundlagen für die Schätzung der zukünftigen Rentabilität angesehen werden. Änderungen des Auftragseingangs rufen Änderungen der Ertragsschätzungen hervor, und da die Kursentwicklung im Einklang hierzu vor sich ging, kann hierin ein Beispiel für die Wirksamkeit des Ertragsprinzips auf die Kursgestaltung gesehen werden.

Der gleiche Schluß ergibt sich, wenn man die Entwicklungslinien der Produktion und der Aktienkurse miteinander vergleicht. Aus einer Veröffentlichung des Instituts für Konjunkturforschung über die Entwicklung der Produktion und der Aktienkurse von 1928 bis 1935 ergibt sich ein annähernder Gleichlauf der betreffenden Indexziffern, was durch die in anderem Zusammenhang bereits herangezogene graph. Darstellung [28] veranschaulicht wird. Auch andere Autoren, wie z. B. von Schwedler in seiner Untersuchung über die Kursbestimmungsfaktoren des Aktienmarktes, weisen auf die Bedeutung der allgemeinen Wirtschaftslage als den Ertragswertschätzungen zugrunde liegenden Faktoren hin [29].

### 3. Divergenzen zwischen Börsenkurs und Ertragswertgedanke und der Zusammenhang der persönlichen, börsentechnischen und sonstigen Kursbildungsfaktoren mit der Ertragsschätzung.

Im Verlaufe der Untersuchung wurde schon mehrfach die Feststellung gemacht, daß bei aller grundsätzlichen Geltung des Ertragsprinzips für die Gestaltung der Kursentwicklung die tatsächliche Kursbewegung oft in erheblichem Maße von der nach der Wirksamkeit des genannten Prinzips zu erwartenden Richtung abweicht. Es sind also Divergenzen vorhanden, aus denen geschlossen werden könnte, daß für die Erklärung der Kursbewegung das Ertragsprinzip nicht ausreichend ist.

Tatsächlich zeigt sich, daß die Kursbewegung kürzerer Zeiträume, also die täglichen, wöchentlichen oder monatlichen Schwankungen in kurzfristigen Zuckungen verläuft, die aus der jährlich festgelegten Dividende nicht ohne weiteres abgeleitet werden können. Es machen sich hier persönliche, börsentech-

[28] Wochenberichte des Instituts f. Konjunkturforschg. vom 19. 2. 1936. Vgl. S. 28/29 dieser Arbeit.

[29] von Schwedler, Die Kursbestimmungsfaktoren des Aktienmarktes, Würzburg 1935, S. 58 ff. Horwitz, a. a. O., S. 51 ff.

nische und weitere Einflüsse geltend, die in bezug auf ihren Zusammenhang mit dem Ertragsprinzip untersucht werden müssen.

Abgesehen davon ergeben sich aber auch bei der Zugrundelegung der hier vertretenen Auffassung aus den Schwierigkeiten der Errechnung des Kurswertes aus dem Ertrag als Folge der individuell verschiedenen Nutzenschätzungen Divergenzen, von denen hier ausgegangen werden soll.

### a) Die Divergenzen aus der individuellen Verschiedenheit der Nutzenschätzungen und die börsentechnischen Bedingtheiten.

Theoretisch müßte sich der Börsenkurs bekanntlich auf den jeweiligen Ertragswert der Aktie einstellen. Dieser Ertragswert ergibt sich durch Kapitalisierung der künftigen durchschnittlichen Dividenden, wobei der Berechnung der landesübliche Zinsfuß zugrunde gelegt werden muß. Er ist jedoch mit Rücksicht auf das der Aktienanlage innewohnende größere Risiko um einen bestimmten nach den jeweiligen Verhältnissen verschieden anzusetzenden Zuschlag zu erhöhen. Wie hoch dieser in einem bestimmten Augenblick sein muß, läßt sich generell nicht sagen, seine Höhe hängt von der Meinung desjenigen ab, der die Berechnung durchführt, und allein schon aus dieser Tatsache können sich erheblich voneinander abweichende Resultate ergeben.

Weiterhin ist zu berücksichtigen, daß die Ertragslage der Unternehmung eine dauernde Veränderung erfährt. Selbst wenn die Erträge von Tag zu Tag errechenbar wären, kommt es immer noch auf die Politik der Unternehmung an, ob sie diese Erträge auch schließlich dem Anteilseigner in voller Höhe zur Verfügung stellen wird. Diese Tatsache hat Theisinger wie folgt formuliert:

„Die Unternehmung bringt in jedem Augenblick einen Minus- oder Plusertrag. Der Ertrag der Unternehmung steht zwar zum Ertrag der Aktie nur in übersetzter Beziehung, denn zwischen beide ist der Verteilungswille des Unternehmers eingeschaltet, er beeinflußt aber trotzdem in jedem Augenblick den Kurswert der Aktie. Der Kurswert wäre also in diesem Sinne bewerteter Ertragswert, der Tag der Dividendenfestsetzung Korrekturtag [30]."

[30] Theisinger, a. a. O., S. 51.

Der Schätzung der Beteiligten werden also, weil sie auf einer Bewertung mit unsicherer Grundlage beruht, Fehler anhaften, die bewirken, daß der Kurswert der Aktie nicht mit dem Ertragswert übereinstimmt. Denn die Schätzung muß, weil ihr ein Einblick in das Rechnungswesen der Unternehmung nicht erlaubt ist, notgedrungen von der Vergangenheit auf den zukünftigen Ertrag schließen, wobei die verschiedensten Fehler unterlaufen können.

In der Praxis zeitigt dies folgende Auswirkungen:

Viele am gleichen Börsentage einlaufende Börsenorders lauten auf verschiedene Limite, und ihnen liegen also verschiedene Schätzungen von Ertragschancen der Zukunft zugrunde. Man sollte meinen, daß die auf gleichen Grundlagen aufbauenden Schätzungen der Marktparteien zu gleichen oder nur ganz unbedeutend divergierenden Kurslimiten führen müßten. Man sollte weiterhin der Meinung sein, daß die äußerst reaktionsempfindliche Börse zumindest dem Ertragswert sehr nahe kommt. Die empirische Beobachtung zeigt aber, daß die Börse alles andere ist, als exakter Wertmesser. Denn was man Stimmung, Tendenz oder augenblickliche Börsensituation nennt, ist immer nur die Resultante einer Reihe von individuellen Wertvorstellungen, die sich um den Börsenkurs gruppieren, ohne aber vollständig mit ihm gleich zu sein.

Der Börsenkurs, der so zustande kommt, liegt also zwischen den verschiedenen Kauf- und Verkaufslimiten, und zwar dort, wo sich im Streufeld dieser Limite die dichtesten Gruppen[31] bilden. Er wird aber auf kurze Perioden gesehen, keineswegs immer mit dem Ertragswert der Aktie übereinstimmen. Würde man Kauf- und Verkaufsaufträge mit ihren Limiten graphisch darstellen, so würde sich zeigen, daß der Kurs dahin tendiert, wo die meisten gleichartigen Angebote auf ähnlich limitierte Kaufaufträge treffen. Das Kursniveau schiebt sich nun nach unten oder oben, je nachdem sich die dichtesten Streufelder verschieben. Es divergiert also Einzellimit und Kurs, soweit es sich nicht gerade um die Grenzgebote, zwischen denen nach dem Grenznutzengesetz der Grenzpaare der Kurs sich bildet, handelt.

Die Tatsache, daß zwischen Börsenkurs und der Summe der Streufeldkurse eine Divergenz besteht, spricht aber durchaus nicht gegen den Ertragsgedanken, denn es handelt sich um eine Vielzahl von Marktparteien, die einen einzigen Markt aufsucht,

[31] Der Einheitskurs.

um hier für eine Masse von Nutzenschätzungen den Ausgleichskurs zu suchen, der den optimalen Ausgleich zwischen einer Masse von Angebot und einer Masse von Nachfrage bewirken soll. Jeder Käufer und jeder Verkäufer hat eine durchaus subjektive Vorstellung von dem Wert der Aktie, jeder glaubt, daß die Chancen der Zukunft sich in einer bestimmten Richtung bewegen könnten, ohne daß die Anschauung von seinem Gegenkontrahenten auch nur annäherungsweise geteilt werden müßte. Soviel Angebot und Nachfrage sich also gegenüberstehen, ebenso viele verschiedene Wertschätzungen sind logisch möglich und praktisch zweifelsohne vorhanden. Der eine hält den Wert der Aktie für überhöht, weil er der Meinung ist, der zu erwartende Zukunftsertrag garantiere keinen ausreichenden Zins für das in der Aktie investierte Kapital. Gleichzeitig ist aber ein Gegenkontrahent der Meinung, daß der zu erwartende Zukunftsnutzen einen sehr viel höheren Kurs rechtfertige. Diese Divergenzen sind aber eher eine Bestätigung als eine Widerlegung des Grundgesetzes, denn dadurch, daß Parteivorstellung und Börsenkurs voneinander divergieren, zeigt sich, daß es sich hier nicht um eine Kursfeststellung handelt, die mit der Exaktheit vor sich geht, mit der man Gewichte, Flüssigkeiten oder sonst eine physikalische Größe zu messen, zu wiegen oder zu zählen pflegt. Im Börsenkurs wird Zukunftsnutzen g e s c h ä t z t und diese Schätzung führt dann zu Schätzungsdifferenzen. Alle Schätzungen aber orientieren sich immer und immer wieder an dem Zukunftsnutzen, den Käufer und Verkäufer berechtigter oder unberechtigter Weise in Zukunft glauben erwarten zu dürfen. Um aber bei der Masse der Divergenzen den Börsenkurs zu finden, der die auseinanderstrebenden Limite aller Marktparteien auf eine einheitliche Basis zurückführt, muß notwendigerweise ein Ausgleichskurs gewählt werden, der dann im Vergleich mit den Kursen des Angebots und der Nachfrage variiert. Es ist also ganz natürlich, daß zwischen tatsächlich bezahltem Börsenkurs und subjektiver Wertvorstellung der einzelnen Marktparteien diese Divergenzen bestehen. Sie müssen umso größer sein, je mehr subjektive Schätzungen an der Kursbildung mitwirken. Die technische Feststellung des Kurses spielt dabei weiterhin eine Rolle.

Diese Divergenzen liegen in der Tatsache begründet, daß bei Einheits- oder Mittelkursnotiz ein einziger Kurs gesucht werden muß, über den der Umsatz erfolgen kann, denn je weniger Käufer und Verkäufer einander gegenübertreten, umso geringer wird die Chance sein, daß Ertragswertvorstellung und

Börsenkurs voneinander divergieren. Immer aber werden Divergenzen bestehen müssen, die aber niemals gegen die Richtigkeit der Grundtatsache sprechen, daß die Schätzungen des Ertragswertes der Zukunft den Wert der Aktien bestimmen.

Jede Preisbildung beruht auf subjektiven Schätzungen der am Markte auftretenden Käufer und Verkäufer, und es sind immer Schätzungsdifferenzen vorhanden. Der eine schätzt die Zukunftsaussichten besser, der andere schlechter ein, denn der Wert wurzelt immer im Subjektiven, der Marktpreis aber wird objektiviert zum Ausdruck gebracht und stellt durch das dauernde, oft von Zufälligkeiten bedingte Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage gewissermaßen einen immer und immer wieder gewogenen zukünftigen Durchschnittsnutzen dar.

Diese Divergenzen zwischen subjektiver Ertragswertvorstellung und objektiviertem Börsenpreis, die zu der Schlußfolgerung verleiten könnten, daß andere als Ertragsfaktoren den Börsenpreis bestimmen, ist nicht nur kein scheinbarer Widerspruch, sondern sogar die unbedingte Voraussetzung für das Zustandekommen eines Preises. Stimmte der Börsenkurs mit den subjektiven Wertvorstellungen aller Käufer und Verkäufer überein, dann wäre eine Kursbildung unmöglich. Denn das Angebot verkauft und die Nachfrage kauft nur, wenn sie glaubt, sich durch die Tauschoperationen „Ware gegen Geld" oder „Geld gegen Ware" besser stellen zu können. Es muß deshalb für Käufer und Verkäufer der Börsenkurs der jeweiligen Wertvorstellung entsprechen.

Wenn also hier die Auffassung vertreten wird, daß der Ertragswert die Richtgröße für den Börsenkurs ist, dann bedeutet dies nicht, daß die Ertragswertvorstellung den Börsenkurs auf eine genau zu bestimmende mathematisch zu errechnende Übereinstimmung mit dem Ertragswert bringt. Vielmehr soll damit gesagt werden, daß divergierende Nutzenschätzungen der Käufer und Verkäufer gegenübertreten, die sich alle an einem zunächst nur ungenau erfaßbaren Zukunftsnutzen orientieren und daß sich dann der Preis nach dem Gesetz der Grenzpaare zwischen diese verschiedensten Nutzenschätzungen legt. Zwar handelt die Börse nicht bewußt nach dem Gesetz der Grenzpaare, aber die Einheitskursregeln sind so aufgebaut, daß sie sich mit dem Gesetz der Grenzpaare decken. Die Divergenz zwischen Börsenkurs und den vielen subjektiven Wertvorstellungen, die also kein Widerspruch gegenüber dem Ertragsgedanken ist, sondern nur eine Voraussetzung des Tausches dar-

stellt, ist keiner empirischen Belegung fähig. Denn es ist effektiv unmöglich, die Masse subjektivierter, teils unbewußter, teils gefühlsmäßig limitierter Kaufs- und Verkaufsaufträge empirisch in ihrem Zustandekommen und in ihrer Logik festzustellen.

Diese Betrachtungsweise öffnet den Blick für eine äußerst bedeutsame Tatsache: wenn nämlich nur einzelne Käufer und Verkäufer mit mehr oder weniger weitreichender wirtschaftlicher Einsicht durch ihre Verkaufs- oder Ankaufslimite den Preis bestimmen, dann zeigt sich mit aller Deutlichkeit, daß die Börse ganz und gar nicht das Wirtschaftsbarometer ist [32], als das sie bei der häufig geübten oberflächlichen Betrachtungsweise immer angesprochen wird.

Donner hat darauf hingewiesen, daß es nicht die an der Börse beteiligten Personen sind, welche einen maßgebenden Einfluß auf die Kursgestaltung ausüben. Wenn Dividenden und Kurse, wenn auch mit gewissen zeitlichen Abständen, parallel verlaufen — und dies ist, wie Donner nachgewiesen hat, des öfteren der Fall — dann ist dies vor allem auf Operationen des Publikums, und hier wieder auf die derjenigen sogenannten „Insider" zurückzuführen. Das ergibt sich hauptsächlich aus folgenden Überlegungen: Nach Donner haben „die Kurse im allgemeinen schon ½ bis ¾ Jahr vor Ablauf des Geschäftsjahrs jenen Tendenzen der Geschäftsentwicklung Rechnung getragen, die offiziell erst anläßlich der Jahresabschlüsse in den Geschäftsberichten bekannt werden [33]. Es sind aber gerade die Insider, denen am zeitigsten Orientierungsmaterial zur Verfügung steht. Hier ist es wieder vor allem der Auftragseingang, der die Grundlage für die zukünftige Ertragsschätzung abgibt. Nun ist der „Kreis der Insider groß und vor allem kapitalstark [34]", so daß eine frühzeitige Anpassung der Kurse an die zukünftige mit ziemlicher Sicherheit zu erwartende Ertragslage durchaus möglich ist.

Demgegenüber ist der Einfluß der berufsmäßigen Spekulation nur gering. Sie „bewältigt nur einen Bruchteil der gesamten Börsenumsätze und kann nur ausnahmsweise entscheidenden Einfluß auf den Kursverlauf nehmen [35]". Die sogenannte „Divinationsgabe" der Börse, d. h., daß diese die Fähigkeit besitzt, die zukünftige Wirtschaftsentwicklung vorauszuahnen und zu eskomptieren, wird von Donner deshalb abgelehnt.

[32] Stölting, a. a. O., S. 15. — Göppert, a. a. O., S. 65.
[33] Donner, a. a. O., S. 10.
[34] Donner, a. a. O., S. 11.
[35] Donner, a. a. O., S. 11.

Auch Prion [36] betrachtet die sogenannte Divinationsgabe der Börse mit Recht kritisch und stellt fest, „daß diese Übereinstimmung in nur sehr bedingter Weise zutreffen kann . . . Es entstehen zuweilen recht eigenartige Widersprüche zwischen der Börsenbewegung und Wirtschaftsentwicklung".

Bei den vielbesprochenen Divergierungstendenzen zwischen den vielen einzelnen Schätzungen von Käufer- und Verkäuferseite und bei der durchaus gebotenen Möglichkeit, daß selbst eine ganze Börsenentwicklung falsch verläuft, ist es nicht möglich, empirisch genau nachzuweisen, daß ein bestimmter Aktienkurs mit einem ganz bestimmten Ertrag verbunden sein muß. Denn zunächst sind einmal 5 % Vergangenheitsdividende bei einem Unternehmen nicht gleich 5 % Zukunftsdividende beim gleichen und anderen. Von gleichen Vergangenheitserträgen darf deshalb nicht auf gleiche Zukunftserträge geschlossen werden. Aktien, die in der Vergangenheit gleiche Erträge aufwiesen, können deshalb sehr maßgeblich im Kurse divergieren, ohne daß der hier vertretenen Ertragswertvorstellung dadurch eine Einbuße geschieht. Denn es ist ja nicht der Vergangenheitsertrag, der die Kursgestaltung bestimmt, sondern der in der Zukunft erwartete. In welchem Maße Zukunftschancen und Vergangenheitsgewinne divergieren, zeigt die folgende Zusammenstellung. In ihr werden Aktien in gleichartigen Gruppen zusammengefaßt, die denselben Ertrag haben. Es wird sich dabei zeigen, daß Aktien, die in der Vergangenheit gleiche Dividendenausschüttungen hatten, im Kurs außerordentlich voneinander divergieren. In gewissem Sinne sind zwar frühere Dividenden ausschlaggebend, aber letzten Endes basiert der Börsenkurs maßgeblich auf dem Zukunftsertrag, der nach allgemeiner Ertragsvorstellung erwartet wird. Allgemein zeigt sich, daß das Kursniveau der Aktien über derjenigen Linie liegt, die auf Grund der letzten Jahresergebnisse erwartet werden kann. Die höheren Kurse deuten also generell an, daß die Börse eine Wirtschaftsbelebung erwartet, die sie bereits jetzt schon in höheren Kursen zum Ausdruck bringt.

[36] Prion, a. a. O., S. 149 ff.

**Zusammenstellung der Aktien des Frankfurter Kurszettels vom 27. 10. 1933 nach Aktienklassen von gleichen Vergangenheitserträgen.**

Aktien mit 0% Dividende.

| Name der Aktie: | Dividenden: | Kurs: |
|---|---|---|
| Alge. Kunstseide | 0 | 27⅝ |
| A. E. G. | 0 | 17 |
| Aschaff. Br. | 0 | 40 |
| Aschaff. Buntpap. | 0 | 23 |
| Bayr. Br. Pf. | 0 | 44½ |
| Bayr. Spiegl. | 0 | 23 |
| Beck & Henk | 0 | 7⅓ |
| Bembg. P. J. | 0 | 38⅜ |
| Bergmann | 0 | — |
| Bronce Schl. | 0 | 50 |
| Brown, Bov. | 0 | 110 |
| Buderus | 0 | 63½ |
| Cemt. Heidb. | 0 | 72 |
| Cemt. Carlst. | 0 | — |
| Chem. Milch | 0 | — |
| . . . . Albert | 0 | 37 |
| Cont. Linol | 0 | — |
| Daimler | 0 | 27⅜ |
| Deutsche Linol. | 0 | 40¾ |
| Deutscher Verlag | 0 | — |
| Dresdn. Schn. | 0 | 18¼ |
| Dürrwerke | 0 | 20 |
| Dickerhoff & W. | 0 | 12 |
| Eßlinger M. | 0 | — |
| Faber & Schl. | 0 | — |
| Feinmech. | 0 | — |
| Feist Sekt | 0 | 5 |
| Felten & Guill. | 0 | 41½ |
| Frankfurter Hof | 0 | 24 |
| Friedrichshafener | 0 | — |
| Geiling & Co. | 0 | — |
| Gelsenkirchener | 0 | — |
| Goldschmidt | 0 | 40 |
| Gritzner-Kayser | 0 | 15 |
| Haid & Neu | 0 | 10 |

| Name der Aktie: | Dividenden: | Kurs: |
|---|---|---|
| Hanau Hfbr. | 0 | 70 |
| Hanfw. Füss. | 0 | 27½ |
| Harpener | 0 | 78⅝ |
| Hartm. & Br. | 0 | — |
| Herkules Br. | 0 | — |
| Hilgers | 0 | 22 |
| Hilpert | 0 | — |
| Hindrichs | 0 | 43 |
| Holzmann | 0 | 56½ |
| Inag Erlangen | 0 | 28 |
| Junghans | 0 | 24 |
| Kali Chemie | 0 | 79½ |
| Kalk Brauerei | 0 | — |
| Kl. Schanzl | 0 | 42 |
| Klöckner Werke | 0 | 51 |
| Kolb & Sch. | 0 | 84 |
| Krauß & Co. | 0 | — |
| Laura-Hütte | 0 | 15 |
| Mainz. Br. | 0 | 48 |
| Mannesmann | 0 | 50¾ |
| Mansfeld | 0 | 21⅞ |
| Metallges. | 0 | 53 |
| Metz A.-G. | 0 | — |
| Miag | 0 | — |
| Mönus | 0 | — |
| Motor Drst. | 0 | 33 |
| Niederr. Leder | 0 | 45 |
| Oberbedf. | 0 | — |
| Ost. Eisenb.-V. | 0 | 4 |
| Phönix Bergb. | 0 | 34¾ |
| Rh. W. Düss. | 0 | 85 |
| Westf. K. | 0 | — |
| Rhenser | 0 | 44 |
| Roeder Gebr. | 0 | 39 |
| Rückforth | 0 | — |
| Rütgerswerke | 0 | 47 |
| Schnellp. Fkt. | 0 | 6 |
| Schramm | 0 | — |
| Sch. Stempel | 0 | 48 |
| Seilindustrie | 0 | — |
| Siemens Glas | 0 | 33 |

| Name der Aktie: | Dividenden: | Kurs: |
|---|---|---|
| Siemens R. W | 0 | 50 |
| Sinalco | 0 | 38 |
| Südd. Immobil. | 0 | — |
| Telius Bergb. | 0 | — |
| Terra A.-G. Ffm. | 0 | 0,6 |
| Tietz Leonh. | 0 | 14 |
| Trik. Besigh. | 0 | 10 |
| Tucherbräu | 0 | — |
| Ver. Fass. Kss. | 0 | — |
| Ver. Glanzstoff | 0 | — |
| Ver. Stahlwerk | 0 | 31¼ |
| Ver. Strohstfl. | 0 | 56 |
| Ver. Werkstät. | 0 | 30¼ |
| Voigt & Haeff. | 0 | — |
| Voltohm | 0 | — |
| Wolf Pforzh. | 0 | — |
| Württb. Hohz. Br. | 0 | — |
| Wulle Brauerei | 0 | — |
| Zellstoff Ver. | 0 | 1¾ |
| Zellstoff Waldhoff | 0 | 33,1 |
| dto. V. A. | 0 | — |
| dto. P. Memel | 0 | 16¾ |
| **Aktie mit 1% Dividende:** | | |
| Accumulat. | 1 | 22 |
| Aku | 1 | 27⅝ |
| Aschaff. Zellst. | 1 | — |
| **Aktien mit 3% Dividende:** | | |
| Eicb. Wrg. | 3 | 50 |
| Enzinger | 3 | — |
| Rh. Stahlw. | 3 | 73¼ |
| **Aktien mit 4% Dividende:** | | |
| Henninger | 4 | 81 |
| Mainkraftw. | 4 | 60½ |
| Riebeck | 4—2 | 74¾ |
| Württbg. | 4 | 55 |

| Name der Aktie: | Dividenden: | Kurs: |
|---|---|---|
| **Aktien mit 5% Dividende:** | | |
| Gesfürel | 5 | 74 |
| Hess. Nass. Gas | 5 | — |
| Kali Werke Aschersl. | 5 | — |
| Kraftw. Altw. | 5 | — |
| Lech Augb. | 5½ | — |
| Neckarw. | 5 | 71½ |
| Rheag Sta. | 5 | 77¾ |
| Rh. Mein. D. | 5 | 73 |
| Schuckert | 5 | 87 |
| Thür. Liefg. | 5 | 67½ |
| Westeregel. | 5 | 108 |
| **Aktien mit 6% Dividende:** | | |
| Andreas-N. | 6 | — |
| Bremen Oel | 6 | 72 |
| Elektr. Lieferges. | 6 | 77 |
| Elektr. Licht & Kr. | 6 | 90½ |
| Export Malz | 6 | — |
| Hochtief | 6 | 88 |
| Ilse Bergb. | 6 | 128¼ |
| Ilse Genuss. | 6 | 93¾ |
| I. B. Lothr. G. | 6 | 115 |
| Ludw. Walz | 6 | — |
| Nordw. Kr. | 6 | — |
| Park. & B. | 6 | 88 |
| Rheag Vorz. | 6 | 85½ |
| Schlick & C. | 6 | — |
| Unterfrank. | 6 | 80 |
| Ver. Dt. Oelf. | 6 | — |
| Ver. Ultram. | 6 | 95 |
| **Aktien mit 7% Dividende:** | | |
| Brh. Nürnbg. | 7 | 103 |
| Chem. Basel | 7 | 129⅝ |
| dto. | 7 | 121 |
| Dt. Atl. Tel. | 7 | 95 |
| I. G. Farben | 7 | 116 |
| Kiel. Brau. | 7 | 89 |
| Salzdethfurth | 7 | 150 |
| Siemens & Halske | 7 | 129¾ |

| Name der Aktie: | Dividenden: | Kurs: |
|---|---|---|
| **Aktien mit 8 % Dividende:** | | |
| Cont. Gummi | 8 | 130¼ |
| Leonh. Brkhf. | 8 | — |
| Montocatini | 8 | 40½ |
| Südd. Zucker | 8 | 171 |
| **Aktien mit 9 % Dividende:** | | |
| Bad. Masch. | 9 | 117 |
| Gold & Silber | 9 | 172½ |
| **Aktien mit 10 % Dividende:** | | |
| Berl. Kraft & L. | 10 | 109¾ |
| Schade | 10 | 150 |
| Knorr Heilbr. | 10 | 176 |
| Lahmeyer | 10 | 117 |
| Löwenbräu | 10 | 191 |
| Sachtleben | 10 | — |
| **Aktien mit 12 % Dividende:** | | |
| Bast. Nrbrg. | 12 | — |
| Salz. Heilbr. | 12 | 166 |
| Schöfferhof | 12 | 138½ |
| **Aktien mit 14 % Dividende:** | | |
| Eschweiler | 14 | — |

Die vorstehende Tabelle zeigt, daß der Ertragswertgedanke mit großer Vorsicht formuliert werden muß. Übersieht man beispielsweise Dividenden und Kurse, so erkennt man, daß die allerverschiedensten Kurse bei gleichen Erträgen zustande kommen. Am auffallendsten ist diese Tatsache bei denjenigen Aktien, die 0 % Dividende bringen. Hier finden sich Papiere, die 110 und 0 % notieren. Der gleiche Ertrag der Vergangenheit liefert also vollkommen divergierende Kurse, eine Tatsache, die verständlich wird, wenn man berücksichtigt, in welchem Maße die ertragslosen Aktien in Zukunft den allerverschiedensten wirtschaftlichen Chancen entgegengehen. Diese Tatsache erklärt auch, daß die höher rentierenden Unternehmen eine viel regulärere Kursgestaltung aufweisen, denn für diese Werte kann mit derartigen Dividendenerhöhungen wie bei den

gegenwärtigen ertragslosen Aktien, nicht gerechnet werden. Daß aber der Ertrag der Aktie letzten Endes doch den Kurs bestimmt, zeigt sich wieder, wenn man von den Aktien mit 0 % Dividende in den Dividendengruppen nach oben geht; in dem Maße, in dem dann die Dividendensätze steigen, steigen die Aktienwerte. Von einem bestimmten Ertrage aber auf einen bestimmten Kurs zu schließen, ist dabei nicht möglich.

### b) Divergenzen durch die Wirkung persönlicher Faktoren der Kursbildung und ihr Zusammenhang mit der Wirksamkeit des Ertragsprinzips.

Es ist im vorigen unter anderem gezeigt worden, daß die Vielzahl der Marktparteien mit ihren ganz verschiedenen Nutzenschätzungen schon an sich ein dauerndes Schwanken des Kurses bedingt.

„Die an der Börse handelnden Personen sind keine einheitliche, homogene Masse, sondern Vertreter von Gruppen mit ganz verschiedenen und oft entgegengesetzten Interessen[37]." Legen auch alle einzelnen Vertreter der verschiedenen Interessengruppen ihren Erwägungen, wie hier zu zeigen sein wird, letzten Endes das Ertragsprinzip in irgendeiner Form zugrunde, so ergibt sich aus der individuellen Verschiedenartigkeit, wie dies geschieht, doch auch eine zeitweilig andauernde Verschiebung der objektiven Wirksamkeit des Ertragsprinzips. Die Einzelheiten derartiger Divergenzen ergeben sich einerseits aus der Zusammensetzung der Gruppierungen, von denen derartige Einflüsse in Verfolg der versuchten Wahrnehmung besonderer Interessen ausgehen und andererseits aus dem Ausmaß, in dem sich solche Einflüsse im Rahmen der grundsätzlich ertragsbedingten Kursentwicklung durchsetzen können.

> In diesem Sinne gehen Einflüsse auf die Kursgestaltung von Banken, Bankiers und Emissionshäusern, Kapitalanlegern und Kapitalisten mit besonderen Interessen (betriebspolitische Beherrschung bestimmter A.-G.'s) und von der berufsmäßigen und nicht berufsmäßigen Spekulation

aus.

[37] Kalveram, Die Preisbildung . . . a. a. O., S. 44.

Der Einfluß, der von den Banken als Gebern der Börsenkredite und als der Stellen, von denen Einengung oder Ausdehnung der Börsenkredite abhängen, ausgeht, ist an anderer Stelle schon erörtert worden. Auch in ihrer Eigenschaft als Emittenten von Aktien gehen von den Banken oft Einflüsse auf die Kursgestaltung aus. Die Banken erstreben im Interesse der Erhaltung ihres Emissionskredits eine ruhige, nach allgemeinen wirtschaftlichen Gesichtspunkten vor sich gehende Preisbildung. Treten sie also in Fällen starker Abweichung hiervon spekulativen Verzerrungen des Kursverlaufes etwa durch Entziehung von Börsenkrediten oder durch direkte Kurspflege entgegen, so bewegen sich ihre Bemühungen in der Regel nur in der Richtung der Wiederherbeiführung einer ertragsbedingten Kursgestaltung. Ihren Käufen oder Verkäufen liegt dann indirekt natürlich auch die Ertragswertschätzung der Aktie zugrunde, wenn auch nicht die Erzielung von Erträgen aus Aktienbesitz Motiv der Kurspflege ist.

Neben der Kurspflege sind zuweilen auch Kursmanipulationen Ursachen für die der Kursbildung nach dem Ertragsprinzip zuwiderlaufende Kursentwicklung. Die Kursmanipulationen gehen auf Herbeiführung einer künstlichen Niveauverschiebung aus, indem versucht wird, den Einfluß der normalen Marktfaktoren abzuwandeln und die Kurse zeitweise über oder unter den Stand zu bringen, der sich bei unreguliertem Markt ergeben würde. Die Motive hierzu können verschiedener Art sein, sie werden unter dem Begriff Kurspflege und Kursstützung zusammengefaßt. Während die Kurspflege, die als unbedenklich erscheint [38], nur in geringem Maße die Kursbildung beeinflußt, will die Kursstützung die Preisbildung in eine der Unternehmung günstigere Richtung drängen, als sie sich bei unbeeinflußtem Markte ergäbe. So sind Kursmanipulationen zum Zwecke einer allgemeinen Marktstützung bei Börseneinbrüchen mehrfach versucht worden. Fast ausschließlich blieben solche Versuche aber erfolglos. Ein solches Vorgehen ist nach Donner „gleichbedeutend mit dem Versuch, das gesamte Kursniveau für die Dauer einer konjunkturellen Abschwungsbewegung von den Faktoren zu lösen, die nach allen Erfahrungen die Kursbewegung entscheidend beherrschen". Das ist aber aussichtslos, denn „dazu reichen die finanziellen Möglichkeiten der Großbanken im allgemeinen nicht aus [39]".

[38] Vgl. v. Nell-Breuning, Grundsätze der Börsenmoral. Freiburg 1928, S. 100.

[39] Donner, a. a. O., S. 31.

Die zweite Gruppe der sogenannten persönlichen Faktoren der Kursbildung wird von Kapitalanlegern und unternehmungspolitische Interessen verfolgenden Personen gebildet. Daß das Handeln der ersteren rein ertragsbedingt ist, bedarf nach den ganzen Darlegungen dieser Arbeit wohl keines weiteren Beweises[40]. Eine Beeinflussung der Kursgestaltung durch den zuletzt genannten Personenkreis liegt vor bei Käufen von Unternehmern zum Zwecke der wirtschaftlichen Zusammenfassung verschiedener Gesellschaften oder zur Erreichung oder Erhaltung der betriebspolitischen Beherrschung der Aktiengesellschaft. Gehen von der Verwirklichung solcher Ziele an der Börse besondere Einflüsse auf die Kursgestaltung aus, so besteht aber doch auch in diesem Falle ein Zusammenhang zwischen Ertragswert und Kurswert der Aktie.

So haben Aktien, die einem Interessenten oder auch einer Interessentengruppe die Majorität in der Generalversammlung verschafft haben oder verschaffen sollen, einen Spezialwert. Dieser kann darin gesehen werden, daß dank der durch den Besitz der Aktienmajorität möglichen Beherrschung der Betriebspolitik der Gesellschaft die Erzielung wirtschaftlicher Vorteile für andere von den Interessenten beherrschte Unternehmungen ermöglicht ist. Auch in diesen oder ähnlichen Fällen ist aber der erwähnte Zusammenhang zwischen Ertragswert und Kurswert der Aktie vorhanden.

Nicklisch betont das z. B. mit folgenden Worten: „Selbst bei zinslos bleibenden Papieren, die durch Interessenkämpfe hochgetrieben werden, ist er unter der Decke doch vorhanden[41]." Konkreter und allgemeiner: „Das Streben nach Macht schließt, mindestens in der Wirtschaft, das Streben nach einem wirtschaftlichen Vorteil in sich[42]."

Die Tätigkeit der Spekulation ist, wie auch an anderer Stelle erläutert wurde, darauf gerichtet, „aus der zeitlichen Abweichung der Preise Differenzgewinne zu erzielen[43]". Das kann auf der Basis von Kursschwankungen versucht werden, deren Eintreten erst in einer längeren Kursentwicklung erwartet wird. In diesem Falle wird für die Spekulation bei der für sie unbedingt notwendigen Rücksichtnahme auf alles, was auf die Ent-

[40] Vgl. Kap. II dieser Arbeit.
[41] Nicklisch, Die Betriebswirtschaft, 7. Aufl., Stuttgart 1932, S. 405.
[42] Theisinger, a. a. O., S. 80.
[43] Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., Leipzig 1922, S. 88.

schlüsse späterer Käufer und Verkäufer von Einfluß ist — denn sie ist ja darauf angewiesen, daß letzten Endes Käufe oder Verkäufe des Publikums ihr die Glattstellung ermöglicht — der Ertrag der Aktie Berechnungsgrundlage für ihr Schauen in die Zukunft [44] sein.

Bei den Kursschwankungen, die aus solcher Tätigkeit der Spekulation erwachsen, liegt also eine Änderung der Bewertung der Aktie wegen veränderter Ertragsaussichten vor. Die Ausschläge der Kurse können dabei durch die Tätigkeit der Spekulation sehr wohl zeitweise in beiden Richtungen der Steigerung oder Senkung des Kursniveaus übertrieben sein. So zustande gekommene Abweichungen der Kursentwicklung von der bei völlig objektiver Wirkung des Ertragsprinzips zu erwartenden Kursentwicklung besagen aber nichts gegen die grundsätzliche Gültigkeit des genannten Prinzips. Nicht so offensichtlich ist das dagegen bei den zuweilen starkes Ausmaß annehmenden Kursschwankungen eines einzigen Börsentages oder in nur ganz kurzfristigen Zeiträumen, die oft nur durch die Eigenarten des Positionsspieles oder rein technisch bedingte Besonderheiten der Marktlage erklärbar sind. Wie Kalveram ausgeführt hat, kann man „zwei Spekulationsparteien, die Hausse- und die Baissepartei unterscheiden, die je nach ihrer wechselnden Stärke das Kursbild dauernd in verschiedener Richtung beeinflussen [45]".

Im Verlaufe des Kampfes der beiden Parteien gegeneinander ergeben sich dann aus dem Positionsspiel, d. h. der Möglichkeit des schnellen Wechsels in der Engagementsart (à la hausse oder à la baisse), des sogenannten Überlaufens von einer Position zur anderen, Kursbewegungen, bei denen das Wirken der realen Preisbestimmungsgründe zeitweise ausgeschaltet ist. Verschärft werden solche Situationen oft durch die Tatsache der ganz verschiedenartigen Kapitalkraft der engagierten spekulativen Elemente [46]. In optimistischer Grundstimmung steigt der Kurs infolge des Wettlaufes der Spekulanten bei der Ausnutzung erwarteter Kurssteigerungen und Beteiligung des Publikums oft so schnell, daß er dem Aufschwung der allgemeinen Wirtschaftslage nicht entspricht. Erkennt die Gegenpartei die Lage, so veranlassen ihre Leerverkäufe einen Kursrückgang trotz aufwärts gerichteter Grundtendenz, und bei

[44] Vgl. Theisinger, a. a. O., S. 89.
[45] Kalveram, Kursbildung, a. a. O., S. 46.
[46] Vgl. Prion, Preisbildung, a. a. O., S. 110 ff.

sinkender Konjunktur können aus analogen Vorgängen nach oben gerichtete Rückschläge eintreten[47]. Solche und andere von der Wirksamkeit der realen Preisbestimmungsfaktoren losgelösten Kursveränderungen ähnlicher Art, die sich aus den Sonderheiten der verschiedenen Arten von Börsengeschäften ergeben, spielen aber heute aus den nachstehend noch näher angeführten Gründen keine so große Rolle mehr wie früher[48]. Übersteigerungen der Kursentwicklung und Hindrängung derselben in eine irrige Richtung erfolgen dabei meist erst dadurch, daß die spekulative Bewegung von hohen Börsenkrediten getragen und der Umfang der Engagements dadurch in ungesunder Weise ausgeweitet ist. „Für Deutschland sind" aber, wie Donner ausführt, „die börsentechnischen (und spekulativen)[49] Einflüsse durch das Verbot des Terminhandels seit der Kreditkrise 1931 ... sowie durch die personelle Reorganisation des Börsenverkehrs im Jahre 1933 weitgehend zurückgedrängt. Die Kursgestaltung vollzieht sich nun, wie auch der Verlauf der Aktienindices zeigt, sehr viel stetiger als in anderen Ländern und als früher in Deutschland[50]".

### c) Der Zusammenhang der politischen und der psychologischen Faktoren der Kursbildung mit dem Ertragsprinzip.

Gelegentlich der Betrachtungen über die in der Börsenliteratur schon zur Anwendung gekommenen Gliederungen der kursbildenden Faktoren ist eine Gruppe „sonstiger Faktoren" erwähnt worden. Die ihr zuzuzählenden Einflüsse auf die Kursgestaltung sind in dieser Arbeit zum größten Teil im Zusammenhang mit den Grundfaktoren der Kursbildung erörtert worden. Eine nochmalige Zusammenfassung erübrigt sich. Noch nicht besprochen wurden neben einigen wegen offensichtlich nur unselbständiger bzw. mitbestimmender Wirkung oder untergeordneter Bedeutung nicht erwähnten Einflüssen (Preisentwicklung, Lohn und Kostenentwicklung u. a. m.) die politischen und die psychologischen Faktoren der Kursbildung, auf die zum Schluß noch kurz eingegangen sei.

---

[47] Vgl. S. Freude, Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkt. Diss. Frankfurt a. M. 1929, S. 84.

[48] Eine instruktive Darstellung bringt Prion in dem hier oft zitierten Werk: „Die Preisbildung", a. a. O., S. 2 ff. und S. 89 ff.

[49] Vom Verfasser hinzugefügt.

[50] Donner, a. a. O., S. 69.

### a) Die politischen Faktoren der Kursbildung.

#### aa) Die innerpolitischen Faktoren.

Es handelt sich hier nach Kalveram um wirtschafts- und sozialpolitische Faktoren, währungspolitische Einflüsse und behördliche Maßnahmen [51]. Auch ihnen kann eine selbständige Wirkung kaum zugesprochen werden.

Jede politische Maßnahme wirkt auf wirtschaftliche Dispositionen nur, wenn sie die Sphäre des wirtschaftlichen Lebens berührt. Greift sie in das wirtschaftliche Leben ein, kann sie auf Grund der Machtüberlegenheit der staatlichen Dispositionen zu einer Ertragsveränderung von kurzer oder langer Dauer führen. Produktionsverbote, Preisdiktate, Veränderungen der Steuersätze, Förderung ganzer Wirtschaftsgruppen, Zinskonversionen, Emission staatlicher Anleihen können von außerordentlichem Einfluß auf die Gestaltung des wirtschaftlichen Lebens einer Nation sein. Diese innenpolitischen Faktoren wirken aber nur, wenn sie von wirtschaftlicher Bedeutung sind. Sämtliche anderen Äußerungen der Staatsgewalt sind für den Kurs der Aktie ohne Bedeutung, wenn sie weder mittelbar noch unmittelbar den Ertrag berühren [52].

#### bb) Die außenpolitischen Faktoren.

Auch die außenpolitischen Faktoren können ebenso wie die innerpolitischen Faktoren nicht gesondert neben dem Ertrag wirken. Zwar kann man sich Kalverams kurzer und prägnanter und daher hier übernommener Schilderung ihres Wesens durchaus anschließen:

> „Ruhige, ungestörte Entwicklung gewährleistet stabile Kursgestaltung; kriegerische Verwicklungen oder auch nur die Gefahr eines heraufziehenden Krieges rufen Kursstürze hervor. Kriegskonjunkturen mit ihrer Scheinblüte können die Kursentwicklung mächtig anregen. Auswärtige Kriege wirken stimulierend auf die Kurse der Rüstungsindustrie in unbeteiligten Ländern. Friedensdiktate und Reparationsverpflichtungen vermögen nicht nur die Aktienkurse der unterlegenen Länder, sondern die Kursentwicklung in der ganzen Welt dauernd in Unordnung zu bringen und in Unruhe zu halten.

---

[51] Vgl. Kalveram, Kursbildung, a. a. O., S. 42.

[52] Über den Einfluß der Inflation s. S. 81 ff.

Handelsverträge und zollpolitische Maßnahmen sind besonders in Ländern mit starkem Export von großem Einfluß auf Preise und Aktienkurse. Der Erlaß von Einfuhrbeschränkungen oder -verboten seitens anderer Länder kann die Aktien ganzer Exportindustrien u. U. wertlos machen[53]."

Alle diese Momente werden aber für die Kursbildung nur wirksam, indem sie die Ertragschancen der Unternehmungen tatsächlich beinflussen, d. h. fördern oder abschwächen oder indem eine solche Wirkung erwartet wird, auch dann, wenn diese Momente überhaupt nicht Wirklichkeit, sondern nur befürchtet oder erhofft werden.

Sofern sich außenpolitische Verwicklungen ergeben, steigert sich sofort das Kursniveau der Rüstungsindustrie. Wird ein Handelsvertrag abgeschlossen, dann gewinnt oder verliert die Exportindustrie. Man könnte die Beispiele beliebig vermehren, aber immer könnte sich nur zeigen, daß außenpolitische Faktoren nur von Bedeutung sind, wenn sie wirtschaftliche Bedeutung haben und geeignet sind, die Ertragsentwicklung der Unternehmung zu beeinflussen.

### b) Die psychologischen Faktoren.

Die sogen. „Börsenstimmung" spielt gerade in Kreisen der Börsenpraktiker oft eine große Rolle. Donner stellt z. B. ganz mit Recht fest: „So versuche man einmal, mit einem Mann aus der Burgstraße über den Einfluß von Dividenden, Zinsen, Preisen, Produktion usw. auf das Börsenbild zu sprechen! Er wird deren Einfluß meist bagatellisieren und meinen, daß es ganz allein auf die Börsenmeinung ankomme[54]."

Gewiß ist es richtig, daß eine augenblickliche Nervosität die reizempfindliche Börse, eine plötzliche Verkaufs- und Kaufwelle, die normale Kursentwicklung infolge einer Verwirrung der Schätzungen über den Haufen werfen kann. Diese Vorgänge sind aber sehr selten und nur dann vorhanden, wenn mit einer Veränderung der Wirtschaftsentwicklung zu rechnen ist. „Denn eine in den Gegenwartsverhältnissen nicht begründete Wirtschaftsstimmung hält sich immer nur im Hinblick auf bestimmte Zukunftserwartungen, muß also irgend wann einmal durch die Tatsachen sanktioniert werden[55]." Ähnliches gilt auch von den psychologischen Faktoren der Kursbildung, die

[53] Kalveram, Kursbildung, a. a. O., S. 41.
[54] Donner, a. a. O., S. 67.
[55] Donner, a. a. O., S. 67.

mit dem Nachahmungstrieb, im hier zu erörternden Falle verbunden mit der Sucht nach bequemer Einheimsung mühelos zu erlangender Gewinne, zusammenhängen.

„Der Herdentrieb veranlaßt viele Menschen, bei billigen Preisen zu verkaufen und bei steigenden Preisen zu kaufen, da sie sich sagen, daß der billige Kurs durch Verkäufe vieler, der gestiegene Kurs durch Käufe vieler, die — wie sie meinen — besser orientiert sind, bedingt ist. Nimmt die Nachfrage ab, so werden viele unentschlossen. Sie warten mit dem Einsteigen in ein Engagement bis die Preise noch niedriger werden. Sie handeln immer wie der liebe Nachbar und verstärken dadurch einseitige Tendenzen[56].'

[56] Donner, a. a. O., S. 67.

## Schlußwort

Die Darlegungen der Arbeit haben ergeben, daß sich die im Vorwort aufgeworfene Frage tatsächlich so beantworten läßt, daß die Bestimmungsgründe der Kursbildung der Aktie weitaus vorwiegend in der Wirksamkeit des Ertragsprinzips der Aktie zu suchen sind, und daß auch alle sonstigen in der Börsenliteratur genannten Faktoren der Kursbildung ihre Wirksamkeit auf die Kursgestaltung nicht selbständig, sondern nur auf dem Wege einer Modifizierung der Ertragswertschätzung der Aktie auszuüben vermögen.

Im einzelnen konnte folgendes aufgezeigt werden: Ausgehend von der Wert- und Preislehre der Grenznutzenschule wurde ein enger Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung und dem Ertragswert der Aktie nachgewiesen und festgestellt, daß auf lange Sicht trotz der in der Kursgestaltung festzustellenden Divergenzen die Preisbildung am Aktienmarkt durch das Ertragsprinzip bestimmt wird.

Der vertretene Standpunkt konnte folgendermaßen gerechtfertigt werden: Der Käufer der Aktie kauft nur ihren Zukunftsnutzen, den er in der Zukunftsdividende — und zwar in diesem Falle nach dem Maßstab der Dividende der Vergangenheit und den Rentabilitätsaussichten der Unternehmung — in einem Kursgewinn, im Liquidationserlös oder sonstigen Erträgen der Aktie in subjektiver Weise erblickt, während der Verkäufer sich dieses Zukunftsnutzens begibt. Verkäufer und Käufer tauschen die Aktien als Anteil am Unternehmungsvermögen und als Ertragspapiere auf der Basis von Ertragserwartungen aus. Als Erträge der Aktien wurden hier dauernd und gelegentlich wirksame Ertragsfaktoren angesehen. Die gelegentlichen Ertragsfaktoren sind dabei von geringerem Einfluß. Den Hauptimpuls empfing und empfängt die Preisbildung am Aktienmarkt aus der Schätzung der zukünftigen Erträge.

Die hier vertretene Grundauffassung von der Ertragswertschätzung als weitaus dominierender Bewertungsfaktor ist in Ansätzen auch in der Literatur bereits vorhanden. Diese Ansätze erschienen aber überdeckt von einer für die besonderen

Zwecke der jeweiligen Untersuchungen durchaus erklärlichen differenzierenden Betrachtung v e r s c h i e d e n e r kursbildender Faktoren. Es konnte im Verlaufe der vorliegenden Arbeit gezeigt werden, daß es sich dabei aber fast ausschließlich nur um nicht selbständige Bestimmungsmomente der Bewertungsgrundlage der Aktie handelt, und daß diese einzelnen kursbildenden Faktoren letzten Endes alle aus dem Ertragsprinzip abgeleitet sind.

## Literaturverzeichnis


Altschul: Bankbilanzen und Konjunkturverlauf, Bankwissenschaft. 4. Jahrgang 1927.

— Konjunktur und Konjunkturprognose, Magazin der Wirtschaft 1925.

Amrhein, E.: Der deutsche Effektenmarkt in der Nachkriegszeit als Spiegel der wirtschaftlichen Gesamtlage. Diss. Frankfurt a. M. 1920.

Bachmann: Die Effektenspekulation, Zürich 1898.

Bauhofer, H.: Die Preisbewegung auf dem deutschen Effektenmarkt von Mitte 1920 bis zur Einführung der Rentenmark im November 1923. Diss. Frankfurt a. M. 1924.

v. Beckerath: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.

Benning, B.: Der „Schwarze Freitag", Eine Untersuchung des Börseneingriffs vom 13. Mai 1927. In: Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Neue Folge, H. 6, Jena 1929.

— Die Kursbildung am Aktienmarkt. Die Deutsche Volkswirtschaft, Heft 35, Berlin 1934.

Breitenfeld: Zur Frage der Beziehungen zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt. Bankwissenschaft, 4. Jahrg. 1927.

Christodulopulos: Die Konjunkturschwankungen der Aktienkurse. Allgemeines statistisches Archiv Bd. 20, Jena 1930.

Diehl: Art. „Preis und Preisbildung", Wörterbuch der Volkswirtschaft, Jena 1932.

Donner: Die Kursbildung am Aktienmarkt. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Sonderheft 36, Berlin 1934.

Fasel: Die Preisbildung am deutschen Devisen- und Effektenmarkt. Krefeld 1931.

Felden-Zakrewsky, H.: Artikel „Konjunktur und Krisen". Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Bd. III, Stuttgart 1927.

Flersheim, F.: Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren. Mannheim, Berlin, Leipzig 1914.

Freude, S.: Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkt. Dissertation Frankfurt a. M. 1929.

Gärtner: Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen. Annalen des Deutschen Reichs 1886. München und Leipzig 1886.

Göppert, H.: Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren. Berlin 1914.

Hahn: Geld und Kredit. Tübingen 1924.
— Volkswirtschaftliche Theorie des Bankenkredites. Tübingen 1924.
— Zur Frage des volkswirtschaftlichen Erkenntnisinhalts der Bilanzziffern. Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung, 1. Jahrg. 1926, Ergänzungsheft 4.

Halm: Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrb. f. Nat.-Ök. und Staat. 125. Bd., 1926.

Heimann, W.: Der Einfluß der Geldentwertung auf die Kurse der deutschen Industrieaktien. Diss. Freiburg 1924.

Horwitz, E.: Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung. In: Bank- und finanzwirtschaftliche Abhandlungen, Heft 16, Berlin 1929.

Jahresbericht: der Industrie- und Handelskammer zu Berlin für 1924—1928. Berlin 1925—1928.

Kalveram: Bankbilanzen, Leipzig 1922.
— Bank- und Börsenverkehr. Berlin/Wien 1931.
— Die Preisbildung am Aktienmarkt. Bankwissenschaft, 9. Jahrg., Berlin 1932.

Kleinert: Emissionsstatistik in Deutschland, Stuttgart 1914.

Lansburgh, A.: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse. Stuttgart 1917.

Lederer: Konjunktur und Krisen, Grundriß d. Sozial-Ök. Bd. 4, Tübingen 1925.

Lexis: Das Handelswesen, II. die Effektenbörse und die innere Handelspolitik. 3. Aufl. Berlin u. Leipzig 1933.

Lichtenstein, M.: Effektenverkehr und Börsenterminhandel. Aus: Verhandlungen des VI. Allgemeinen Deutschen Bankiertages zu Berlin. Berlin u. Leipzig 1925. S. 183 ff.

Mahrholz: Zum Problem der Saisonschwankungen am Geldmarkte, Bankwissenschaft, 4. Jahrg. 1927.

Meithner: „Die Preisbildung an der Effektenbörse" in: Betriebswirtschaftliche Forschungen des Wirtschaftsverkehrs. Wien 1930.

Mombert: Einführung in das Studium der Konjunktur. Leipzig 1925.

Nell-Breuning, O. v.: Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg i. Br. 1928.

Nicklich: Die Betriebswirtschaft. 7. Aufl., Stuttgart 1932.

Niemann, G.: Die Neugestaltung des deutschen Effektenkapitalmarktes nach der Stabilisierung der Mark und seine Entwicklung bis zur Gegenwart. Eine Untersuchung der deutschen Emissionstätigkeit in den Jahren 1924—1927. Diss. Halle-Wittenberg 1928.

Obst: Artikel: „Börsengeschäfte" (in Wertpapieren), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. I, Stuttgart 1928.
— Geld-, Bank- und Börsenwesen. Leipzig 1916.
— Kapitalanlage und Wertpapiere. Stuttgart 1902.

Petrazycki, L. v.: Aktienwesen und Spekulation. Berlin 1906.

Prion: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.
— Kredit und Wirtschaftskrise. Bankarch. 1925/26.
— Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse. 2. Aufl., München u. Leipzig 1929.

— Preisbildung. 1. Aufl., Leipzig 1910.
— Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Industrieaktienmarkt der Berliner Börse. Leipzig 1910. 2. Aufl., 1929.
— Aktienkurse und Aktienrente. In: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis. 21. Jahrg., Heft 1, Jan. 1928, S. 1 ff.

Raithel, W.: Die Preisbildungsfaktoren an der Effektenbörse. Diss. München 1922.

Reichskreditgesellschaft, A. G.: Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung im 1. Halbjahr 1926 bis (halbjährig) ... an der Jahreswende 1927/28. (6 Hefte). Berlin 1925—1927.

Schmalenbach, E.: Dynamische Bilanz, 4. Aufl., Leipzig 1926.
— Finanzierungen, 4. Aufl., Leipzig 1928.

Schmidt, F.: Organische Tageswertbilanz. 3. Aufl., Leipzig 1929.
— Zur Preisbildung an der Effektenbörse. In: Zeitschrift für Sozialwissenschaft. Neue Folge, IX. Jahrg., Leipzig 1918.
— Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig 1921.
— Die Industriekonjunktur. — Ein Rechenfehler. Zeitschrift für Betriebsw. 1927, Sonderheft.

Schmidt, R.: Die deutsche Effektenbörse von 1923—1925. Eine Untersuchung der Kursgestaltung von der Marktstabilisierung bis zur Wiedereinführung des offiziellen Terminhandels im Oktober 1925. Diss. Frankfurt a. M. 1927.

Schneider: Börsenindices, ihre Methoden. Bankwissenschaft, 4. Jahrg., 1927.
— Methoden zur Voraussage der Effektenkurse, Bankws. 4. Jahrg., 1927.
— Die Voraussage der Effektenkurse in der Vor- und Nachkriegszeit. Bankwesen, 5. Jahrg., 1928.

Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig 1926.

Sombart: Der moderne Kapitalismus. 3. Bd.: Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus. 2. Halbbd., München u. Leipzig 1927.

Sommerfeld, H.: Börsenverkehr und Börsengeschäft. Handelshochschule, Bd. I., Berlin/Wien 1927/30.
— Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechts. Stuttgart 1927.

Theisinger: Bezugsberechnung vom Ertragswert. Bankarchiv 26. Jahrgang, Nr. 7 vom 1. 1. 1927.
— Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. In: Betriebswirtschaftliche Abhandlungen. Stuttgart 1928.
— Die Bewertung der Unternehmung als Ganzes. Bankwissenschaft. Berlin 1933.

Spiethoff, A.: Artikel: „Krisen". Handwörterbuch der Staatswissenschaft. 4. Aufl., Bd. IV.

Stölting, E.: Die Bilanzen der Aktiengesellschaften und der Börsenkurs der Aktien. Diss. Frankfurt a. M. 1930.

Veesenmayer, E.: Die Neugestaltung des Effektentermingeschäftes, seit einer Wiederaufnahme im Oktober 1925 mit besonderer Berücksichtigung von Liquidationskassen und Medioliquidation. In: Münchener Volkswirtschaftl. Studien. Neue Folge, Heft 6, Jena 1929.

Wagemann: Kreislauf und Konjunktur der Wirtschaft. Leipzig 1927.

Walb: Die Erfolgsrechnung privater und öffentlicher Betriebe. Berlin 1926.

Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft. 2. Aufl.

Wolfgang, E.: Die Kursbildung am Rentenmarkt. Stuttgart 1931.

Zizek: Grundriß der Statistik, 2. Aufl., München 1923.

Zuckerkandl: Art. „Preis". Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Jena 1925.

Zwiedineck, v.: Über den Subjektivismus in der Preislehre. Archiv für Sozialwissenschaft, 38. Bd., Tübingen 1914.

**Nachschlagewerke, Zeitschriften, Zeitungen.**

Bankarchiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen, Berlin.

Bankwissenschaft.

Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung (Deutscher Börsenkalender und Effektenhandbuch), Frankfurt a. M.

Die Deutsche Volkswirtschaft.

Frankfurter Zeitung.

Grünbuch der Aktiengesellschaften.

Die Handelshochschule. Lehrbuch der Wirtschaftswissenschaften, Berlin, Wien 1927/30.

Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Herausgegeben H. Nicklisch, Stuttgart 1926/1928.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 4. Aufl., Jena 1923—1928.

Salingsbörsenpapiere. Erster Teil, 20. Aufl., Berlin, Leipzig 1928.

Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Berlin.

Zeitschrift für Betriebswirtschaft.

**Handbücher und statistisches Material.**

Einzelschriften zur Statistik des Deutschen Reichs. Nr. 1. Konzerne, Interessengemeinschaften und ähnliche Zusammenschlüsse im Deutschen Reich. Ende 1926. Berlin 1927.

Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften. 31.—33. Aufl. 1926/28.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 3. u. 4. Aufl. Jena.

Neumanns Kurs-Tabeellen der Berliner Fondsbörse. 32. Jahrg. 4. bis 36. Jahrg. 1928. Berlin-Leipzig 1925/29.

Salings-Börsen-Papiere: I. Teil, 20. Aufl., Berlin, Leipzig 1928, II. Teil: 48. Aufl. 1924, 5. Aufl. 1928, IV. Teil, 2. Aufl. 1924/25 bis 4. Aufl. 1927/28.

Spezial-Archiv, Das: Vereinigte Stahlwerke Aktiengesellschaft, Düsseldorf — 1927. Berlin 1927.

Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich. 37. Jahrg. 1916, Berlin 1916, 43. Jahrg. 1923 bis 47. Jahrg. 1928. Berlin 1923—1928.

Wörterbuch der Volkswirtschaft.

## Lebenslauf

Ich bin am 13. September 1904 in Kaiserslautern als Sohn des verstorbenen Kaufmanns Adolf Paulmichl geboren. Nach Ablegung der Reife für Obersekunda an der Oberrealschule in Ravensburg war ich, einschließlich einer 2½jährigen Lehrzeit, 5¾ Jahre im Bankfach und in verschiedenen kaufm. Betrieben tätig. Im Sommersemester 1927 begann ich — als Werkstudent und mit kleiner Matrikel — an der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität in Frankfurt/M. das Studium der Wirtschaftswissenschaften. Die Sonderreifeprüfung legte ich 1931 vor dem Provinzialschulkollegium Kassel in Frankfurt a. M. ab. 1933 bestand ich an derselben Universität die Diplomprüfung für Kaufleute. In Verbindung mit meiner Berufsarbeit innerhalb eines Konzernbetriebes der Mineralölbranche habe ich meine vorliegende Dissertation verfaßt.

**Alfons Paulmichl.**